

**HRVATSKA AGENCIJA ZA NADZOR FINANCIJSKIH
USLUGA**

-Službeni registar propisanih informacija-
Franje Račkog 6
10000 ZAGREB

ZAGREBAČKA BURZA d.d.

Ivana Lučića 2a
10000 ZAGREB

HINA – Hrvatska izvještajna novinska agencija

ots@hina.hr

Internet stranice društva

www.primo.hr

Tvrtna i sjedište izdavatelja: Primo Real Estate d.d., Ulica Miroslava Miholića 2, Zagreb

OIB: 52157649749

LEI izdavatelja: 747800LOPAW57B19B291

Matična država članica: Republika Hrvatska

ISIN: HRM7PRRA0001

Burzovna oznaka: M7PR-R-A

Uređeno tržište: Zagrebačka burza

Segment tržišta: Redovito tržište

U Zagrebu, 15. travnja 2025.

Predmet: Iznos pravične naknade i revidirani elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice sukladno čl. 341. ZTK

- Propisana informacija

Sukladno odredbama čl. 341. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/2018, 17/2020, 83/2021, 151/2022, 85/2024; dalje: ZTK), a nastavno na Glavnu skupštinu društva sazvanu za dan 22. travnja 2025. godine na kojoj će dioničari društva odlučivati o povlačenju dionica društva s uvrštenja na uređenom tržištu, društvo Primo Real Estate objavljuje kako pravična naknada iz čl. 341. st. 5. ZTK iznosi 28,58 EUR za jednu dionicu društva, sve sukladno revidiranom elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice društva koji se objavljuje u prilogu ove obavijesti.

Primo Real Estate d.d.

ČLANOVI UPRAVE

Lovro Kovačić

Trpimir Gugić

PRIMO REAL ESTATE d.d.

Izvještaj neovisnog revizora o
Elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionica
za društvo Primo Real Estate d.d.

Sadržaj

	Str.
Izvještaj neovisnog revizora o Elaboratu o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d. Zagreb	3
Elaborat o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d. Zagreb	18

Izveštaj neovisnog revizora s izražavanjem ograničenog uvjerenja Dioničarima društva Primo Real Estate d.d.

Angažman

Angažirani smo od strane dioničara društva Primo Real Estate d.d. (Društvo), kako bi na temelju odredbi članka 341., stavka 10. Zakona o tržištu kapitala obavili angažman s izražavanjem ograničenog uvjerenja o tome je li Elaborat o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d., Zagreb u skladu s Međunarodnim standardima procjene vrijednosti te u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala, članak 341., stavak 10.

Naš je zadatak, na osnovu provedenih procedura i prikupljenih dokaza, izraziti zaključak u obliku neovisnog izvještaja o izražavanju ograničenog uvjerenja o ispitivanju Elaborata o procjeni vrijednosti navedenog Društva.

Predmet ispitivanja i primjenjivi kriteriji

Predmet ispitivanja je Elaborat o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d., Zagreb koji je pripremljen od strane neovisnog procjenitelja, u skladu s Međunarodnim standardima procjene vrijednosti te u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala, članak 341., stavak 10.

Primjenjivi kriteriji izvještavanja definirani Zakonom o tržištu kapitala, članak 341., stavak 10, navedeni su u nastavku:

1. Primjenom kojih metoda je određena fer vrijednost dionice, pri čemu primijenjene metode moraju biti temeljene na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti i uobičajeno se koristiti između sudionika tržišta u određivanju vrijednosti dionica;
2. Detaljno obrazloženje usvojenih metoda procjene i svih važnih pretpostavki koje su korištene u primjeni istih;
3. Iz kojih je razloga primjena tih metoda primjerena;
4. Ako je primijenjeno više metoda, do koje bi se fer vrijednosti dionice došlo primjenom pojedine metode te koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene fer vrijednosti dionice;
5. Posebne teškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice.

Odgovornost glavne skupštine

Glavna skupština društva Primo Real Estate d.d. je odgovorna za sastavljanje Elaborata o procjeni fer vrijednosti dionica te za pretpostavke na kojima se taj dokument temelji.

Glavna skupština društva Primo Real Estate d.d. je odgovorna za

- Izbor i angažiranje neovisnog procjenitelja u svrhu provođenja neovisne procjene dionica Društva;

- Izbor i primjenu odgovarajućih metoda procjene kao i za donošenje razumnih procjena i prosudbi;
- Davanje sve potrebne dokumentacije i objašnjenja neovisnom procjenitelju kako bi bio u mogućnosti napraviti adekvatnu procjenu vrijednosti dionica;
- Za točnost i potpunost informacija i podataka te za
- Održavanje internog sustava kontrola koji osigurava da su informacije navedene u Elaboratu izuzete od značajnih pogrešnih prikaza bilo radi prijevare ili pogreške.

Naša odgovornost

Proveli smo angažman s izražavanjem uvjerenja prema članku 341., stavak 10. Zakona o tržištu kapitala i u skladu s Međunarodnim standardom za angažmane s izražavanjem uvjerenja (MSIU) 3000 – *Angažmani s izražavanjem uvjerenja različiti od revizija ili uvida povijesnih financijskih informacija (izmijenjen)* koji od nas zahtijevaju da zadovoljavamo etičke standarde te planiramo i izvršimo angažman kako bi na osnovu prikupljenih dokaza formirali zaključak o tome sadrži li izvještaj informacije zahtijevane sukladno relevantnim zakonskim zahtjevima.

Primjenjujemo Međunarodni standard upravljanja kvalitetom (MSUK) te sukladno navedenom, održavamo sveobuhvatan sustav upravljanja kvalitetom, uključujući dokumentirane politike i procedure vezane za usklađenost s etičkim zahtjevima i profesionalnim standardima te s primjenjivim zakonskim i regulatornim zahtjevima.

Neovisni smo od Društva u skladu s Međunarodnim kodeksom etike za profesionalne računovođe, uključujući Međunarodne standarde neovisnosti koji je izdao Odbor za međunarodne standarde etike za računovođe (IESBA) (IESBA Kodeks), kao i u skladu s etičkim zahtjevima koji su relevantni za naš angažman i ispunili smo naše ostale etičke odgovornosti u skladu s tim zahtjevima i IESBA Kodeksom.

Priroda i opseg naših postupaka određeni su u smislu procjene rizika i naše stručne prosudbe kako bismo stekli ograničeno uvjerenje.

Provedeni postupci

U vezi predmeta ispitivanja proveli smo sljedeće postupke:

- Stekli smo razumijevanje procesa procjene vrijednosti, razloga i ciljeva koji se žele postići ovom procjenom;
- Napravili smo pregled izvora podataka neovisnog procjenitelja;
- Stekli smo razumijevanje o metodi procjene korištenoj prilikom utvrđivanja fer vrijednosti dionica, kao što je prikazano u Elaboratu;
- Stekli smo razumijevanje izračuna i provjerili matematičku točnost izračuna fer vrijednosti dionica primjenom navedene metode procjene;
- Napravili smo analizu metoda procjene koje se mogu koristiti u procjeni, te razloge za primjerenost pojedinih metoda;

- Napravili smo uvid u stavak 9., članka 341. Zakona o tržištu kapitala koji Pravičnom naknadom iz stavka 5. članka Zakona o tržištu kapitala, smatra prosječnu cijenu dionica ostvarenu na uređenom tržištu, izračunanu kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako se dionicama trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva, pravična naknada iz stavka 5. članka Zakona o tržištu kapitala utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.

Opseg angažmana s izražavanjem ograničenog uvjerenja znatno je manji od opsega angažmana s izražavanjem razumnog uvjerenja u pogledu postupaka procjene rizika, uključujući razumijevanje interne kontrole i postupaka provedenih kao odgovor na procijenjene rizike.

Vjerujemo da su dokazi koje smo prikupili dostatni i primjereni te da čine odgovarajuću osnovu za naš ograničeni zaključak.

Zaključak s izražavanjem ograničenog uvjerenja

Na temelju našeg obavljenog posla i pribavljenih dokaza, ništa nam nije skrenulo pozornost što bi uzrokovalo da povjerujemo kako Elaborat o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d., Zagreb nije u skladu sa zahtjevima navedenima u članku 341., stavak 10 Zakona o tržištu kapitala.

Ograničenje upotrebe našeg Izvješća

Svrha Elaborata i ovog Izvješća je da čini dio dokumentacije uz neopozivu izjavu Društva kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv odluke o povlačenju dionica s uređenog tržišta otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, stoga ovaj Izvještaj nije prikladan za korištenje u druge svrhe osim prethodno navedene.

U slučaju dodatnih informacija ili podataka koji bi nam bili dostavljeni, naši nalazi, tumačenja ili zaključci u našem neovisnom izvještaju s izražavanjem ograničenog uvjerenja mogli bi biti izmijenjeni ili rezultirati dodatnim postupcima koji trenutno nisu uključeni u opseg ovog angažmana.

U Zagrebu, 14. travnja 2025. godine

SSV TOLE d.o.o. za reviziju
Ulica Erazma Barčića 14, Zagreb

Kristijan Tole, Direktor



Hrvatski ovlaštteni revizor

SSV TOLE d.o.o.
ZAGREB

Obrazloženje mišljenja neovisnog revizora o Elaboratu o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d., Zagreb

U skladu s gore navedenim mišljenjem te člankom 341. Zakona o tržištu kapitala, u nastavku donosimo obrazloženje mišljenja revizora o Elaboratu o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d., Zagreb.

Kratak pregled zakonskog okvira

Povlačenje vrijednosnih papira s uređenoga tržišta u hrvatskom pravu regulirano je odredbama Zakona o trgovačkim društvima, kao i odredbama Zakona o tržištu kapitala.

U skladu s člankom 341. Zakona o tržištu kapitala, angažirani smo od Vaše strane da provedemo reviziju Elaborata o procjeni vrijednosti 100% udjela u društvu Primo Real Estate d.d., Zagreb (Društvo) za potrebe povlačenja dionica Društva s uređenog tržišta.

U nastavku iznosimo pregled ključnih zakonskih odredbi vezanih za predmet našeg rada:

- Sukladno čl. 275. st. 1. t. 9. Zakona o trgovačkim društvima, te čl. 341. st.1 Zakona o tržištu kapitala, Glavna skupština društva odlučuje o povlačenju dionica društva s uređenog tržišta.
- Sukladno čl. 341. st. 2. Zakona o tržištu kapitala odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta donosi se glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala, zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke.
- Sukladno čl. 341. st. 3. Zakona o tržištu kapitala objava prijedloga odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, kao predmeta dnevnog reda glavne skupštine, valjana je samo kada uključuje i neopozivu izjavu društva kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke, otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar.
- Sukladno čl. 341. st. 5. Zakona o tržištu kapitala svaki dioničar društva koji je glasao protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, može zahtijevati od društva da društvo preuzme njegove dionice, uz pravičnu naknadu. Ovo pravo ima i dioničar koji nije sudjelovao u radu odnosno glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno.
- Sukladno čl. 341. st. 9. Zakona o tržištu kapitala pravičnom naknadom iz stavka 5. ovog članka smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunata kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako se dionicama trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva, pravična naknada iz stavka 5. ovoga članka utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.

Predmet našeg rada je revizija finalnog Izveštaja o fer vrijednosti 100% udjela Društva na dan 09. travnja 2025. godine (Elaborat), a koji je dana 09.04.2025. izradilo društvo TP Prime Revizija d.o.o. (TPPR), s obzirom da je potrebno utvrditi pravičnu naknadu iz članka 341. stavak 5. Zakona o tržištu kapitala, s obzirom da se sukladno javno objavljenim podacima na internetskoj stranici Zagrebačke burze, na kojoj su dionice Društva izlistane, u tromjesečnom razdoblju prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu Društva 08.04.2025. nije trgovalo.

Ovaj elaborat je pripremljen u skladu s čl. 341. st. 10. Zakona o tržištu kapitala, te sadrži:

- Analizu metodologije kojom je određena fer vrijednost društva
- Obrazloženje usvojene metode procjene i važnih pretpostavki, kao i očitovanje zašto je navedena metoda primjerena.

Vrijednost Društva nije izračunana primjenom više različitih metoda koje bi trebalo posebno obrazložiti te nisu utvrđene posebne teškoće prilikom procjene fer vrijednosti dionice na koje bi se trebali posebno osvrnuti.

Analiza metodologije

Za potrebe procjene operativne vrijednosti Društva, korišten je dohodovni pristup, odnosno metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda).

Operativna vrijednost Društva procijenjena korištenjem DCF metode uvećana je za neto novac, odnosno za iznos financijske imovine koju čini novac s obzirom da financijske obveze nisu utvrđene jer Društvo nije kreditno zaduženo. Društvo također nema neoperativne imovine koja bi dodatno uvećala operativnu vrijednost Društva. S obzirom da su transakcije kupnje i prodaje društava koje upravljaju nekretninama relativno novijeg datuma, smatramo da postoji tržišna aktivnost i da je ispravno utvrđeno da prilikom procjene vrijednosti nije potrebno koristiti diskont za neutrživost.

DCF metoda

DCF metoda se temelji na konceptu vrednovanja poduzeća s pretpostavkom vremenski neograničenog poslovanja odnosno procjena vrijednosti temelji se na sadašnjoj vrijednosti budućih ekonomskih ili financijskih koristi koje proizlaze iz vlasništva nad predmetnom imovinom. Ista se može razlikovati od knjigovodstvene ili trenutne tržišne vrijednosti (uzimajući u obzir cijenu dionice na organiziranom tržištu).

U metodi diskontiranog novčanog tijeka (eng. Discounted Cash Flow ili DCF) vrijednost poslovanja bazira se na sposobnosti da stvori pozitivne novčane tokove na kapital ili prema svim investitorima (vlasnicima i kreditorima). Kroz projekciju budućeg novčanog toka uzimaju se u obzir specifični planovi budućeg razvoja poslovanja predmetnog društva.

Vrijednost društva se utvrđuje zbrojem sadašnjih vrijednosti budućih novčanih tokova koji će se generirati u određenom vremenskom razdoblju, svedenih na sadašnju vrijednost riziku prilagođenom diskontnom stopom tzv. trošku kapitala poduzeća (WACC).

Slobodni novčani tok se računa kako slijedi:

$$\text{Slobodni novčani tok} = \text{EBIT} (1-t) + \text{Amortizacija} - \text{CAPEX} \text{ +/- Promjene u radnom kapitalu}$$

Kao što je prethodno navedeno, novčane tokove svodimo na sadašnju vrijednost primjenom riziku prilagođene diskontne stope koja predstavlja WACC društva, odnosno oportunitetni trošak društva. Na taj način, trošak kapitala uvažava i vremensku preferenciju novca i preuzete rizike svih dobavljača kapitala poduzeća (vlasnici i kreditori).

WACC se izračunava na sljedeći način:

$$\text{WACC} = k_e \times (E/(D+E)) + k_d \times (1-t) \times (D/(D+E))$$

k_e = trošak obične glavnice

E = udio vlastitog kapitala

D = udio duga

k_d = trošak duga

t = stopa poreza na dobit

Trošak obične glavnice (k_e)

Trošak obične glavnice se temelji na sljedećoj formuli:

$$k_e = R_f + \beta \text{ ERP} + \text{RP}$$

R_f = nerizična stopa ulaganja

β = rizičnost pojedinog poduzeća u odnosu na rizik tržišta

ERP (equity risk premium) = premija tržišnog rizika ulaganja u vlasnički kapital

RP (risk premium) = dodatne premije rizika; kao što je dodatni zahtijevani prinos koji ovisi o veličini društva te eventualne druge specifične premije rizike povezane uz društvo koje se procjenjuje

Trošak duga

Trošak duga uobičajeno predstavlja kamatnu stopu po kojoj se društvo može zadužiti.

Terminalna (rezidualna) vrijednost

S obzirom da se novčani tokovi planiraju do određene vremenske točke u budućnosti (najčešće za razdoblje od 5 godina), potrebno je nakon 5-te godine utvrditi terminalnu (rezidualnu) vrijednost koju računamo na temelju Gordonove formule konstantnog rasta, a istu navodimo u nastavku:

$$\text{Terminalna vrijednost} = \text{Slobodni novčani tok u TV razdoblju} / (\text{WACC} - g)$$

Iz prikazane formule je vidljivo da je potrebno utvrditi stopu stabilnog rasta (g), odnosno dugoročnu stopu rasta poduzeća izvan projiciranog razdoblja (što može biti npr. nerizična kamatna stopa, 10 godišnja stopa rasta BDP-a, očekivana inflacija, industrijska stopa rasta i sl.).

Operativna vrijednost društva

Zbrojem slobodnih novčanih tokova društva dolazimo do njegove operativne vrijednosti, pri čemu operativna vrijednost društva predstavlja vrijednost njegove operativne imovine, odnosno vrijednost biznisa.

Ukupna vrijednost društva

Kako bi dobili ukupnu vrijednost nekog društva, operativnoj vrijednosti nadodajemo neto dug i neoperativnu imovinu koju društvo ima u svom vlasništvu.

Nedostatak DCF metode

Ključni nedostatak ove metode je neizvjesnost koju donosi budućnost, odnosno neizvjesnost budućih novčanih tokova te osjetljivost istih na visinu diskontne stope – WACC-a. Utjecaj novog makroekonomskog okruženja i odgovarajućeg rasta prihoda nije u potpunosti poznat u vrijeme pripreme izvještaja i poslovnog plana. Kako bi se dijelom nadomjestio ovaj nedostatak, uobičajeno se prikazuje analiza osjetljivosti uzimajući u obzir različitu diskontnu stopu, terminalnu stopu rasta itd.

Obrazloženje usvojene metode procjene i važnih pretpostavki, kao i očitovanje zašto je navedena metoda primjerena

Obrazloženje usvojene metode procjene i očitovanje zašto je navedena metoda primjerena

Procjena vrijednosti Društva napravljena je metodom Diskontiranog novčanog toka (DCF metoda), a kako je ranije napomenuto, navedena metoda se temelji na pretpostavki vremenski neograničenog poslovanja.

S obzirom da Društvo ima pozitivno operativno poslovanje odnosno EBITDA maržu kroz sva povijesna razdoblja, razumljivo je za zaključiti da će DCF metoda dati optimalne rezultate operativne vrijednosti Društva.

Uz to, primjenom DCF metode, moguće je u kalkulaciju vrijednosti uzeti i buduće promjene parametara rasta i diskontne stope, što je u Elaboratu o procjeni fer vrijednosti 100% udjela u Društvu i napravljeno.

TPPR je impliciranu operativnu vrijednost Društva, a samim time i cijenu dionica izračunala pomoću DCF metode, koja je međunarodno prihvaćena i generalno daje dobar orijentir tržišne vrijednosti društva te se čini razumnim koristiti metodu koja u obzir uzima očekivanu buduću profitabilnost društva.

Ostale međunarodno prihvaćene metode koje nisu korištene

Uz DCF u nastavku navodimo ostale međunarodno prihvaćene metode i naše stajalište zašto iste nisu primjenjive:

Metoda multiplikatora

Metoda multiplikatora usporedivih društava, odnosno tržišni pristup predstavlja relativnu procjenu vrijednosti društva, na način da ocjenjuje vrijednost pojedine dionice u usporedbi s prosječnim multiplikatorom po kojem se trguje njome sličnim dionicama. Multiplikatori usporedivih društava oslanjaju se na tzv. zakon jedne cijene, prema kojemu bi se dvjema istovrsnim dionicama trebalo trgovati po istim cijenama odnosno multiplikatorima. Tržišni pristup temelji se na multiplikatorima dobivenim iz analize kompanija čije dionice kotiraju na uređenim tržištima kapitala i/ili tržišnih transakcija (odnosu kupoprodaja kompanija). Metodom multiplikatora odabiru se društva iz industrije društva koje se procjenjuje, odnosno odabiru se usporediva društva čije je poslovanje isto/slično procjenjivanom društvu. Najčešće korišteni multiplikatori usporedivih društava ili tržišni multiplikatori su kako slijedi:

- Tržišna kapitalizacija/Neto dobit (P/E);
- Tržišna kapitalizacija/Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice (P/B);
- Tržišna kapitalizacija/Prihod od prodaje (P/S);
- Vrijednost društva/Prihod od prodaje (EV/S);
- Vrijednost društva/Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EV/EBITDA);
- Vrijednost društva/Dobit prije kamata, poreza (EV/EBIT).

Rezultati dobiveni ovim pristupom trebaju se pažljivo analizirati i uskladiti ukoliko je potrebno kako bi osigurali što veću usporedivost s društvom koje je predmet procjene vrijednosti. Takve usklade često uključuju priznavanje premije za kontrolni paket i premije za potencijalnu sinergiju koja se uobičajeno plaća prilikom transakcija koje uključuju pripajanje većinskih udjela.

Pri procjeni vrijednosti putem *metode multiplikatora usporedivih transakcija* koriste se informacije vezane uz nedavno zaključene transakcije preuzimanja sličnih poduzeća kako bi se utvrdila vrijednost ciljanog društva prilikom preuzimanja. Metoda multiplikatora usporedivih transakcija pretpostavlja da bi se poduzeća unutar iste industrije u transakcijama s promjenom kontrole trebala prodavati po istim relativnim vrijednostima, mjerenim multiplikatorima na njihove financijske pokazatelje. Ova metoda procjene vrijednosti u suštini se provodi na isti način kao i metoda procjene putem multiplikatora usporedivih poduzeća uz razliku što se ne bazira se na trenutnoj tržišnoj cijeni dionice, već na cijenama plaćenima za preuzimanje usporedivih poduzeća u stvarnim i zatvorenim transakcijama spajanja i preuzimanja.

Nedostatak metode multiplikatora je nedovoljan izvor javno dostupnih informacija o kupoprodaji dionica/poduzeća odnosno multiplikatorima.

Cijena procijenjena od strane neovisnih brokera

Ne postoje javni podaci / procjene brokera za Real Estate Primo d.d.

Nedavne transakcije dionica društva Primo Real Estate d.d.

Kako smo već prethodno naveli, dionica Društva je nelikvidna pa samim time ova metoda nije primjenjiva.

U kontekstu odabira metode procjene, mišljenja smo da je izbor metode napravljen u skladu s općeprihvaćenom praksom procjenjivanja.

Pregled ključnih pretpostavki procjene i izračun fer tržišne vrijednosti 100% udjela

Kada je riječ o pristupu procjene DCF metodom, isti se sastoji od nekoliko koraka, koje navodimo u nastavku:

- 1) Projekcija / utvrđivanje operativnih zarada nakon amortizacije (EBIT)
- 2) Izračun NOPLAT-a (EBIT umanjen za porez na dobit) i korekcija NOPLAT-a za
 - (i) + troškove amortizacije
 - (ii) – CAPEX,
 - (iii) +/- promjene u radnom kapitalu,čime se dolazi do slobodnih novčanih tokova društva (FCFF)
- 3) Diskontiranje FCFF-a primjenom odgovarajućeg WACC-a i diskontnih faktora i izračun terminalne vrijednosti (TV) te diskontiranje iste
- 4) Zbrajanje sadašnjih vrijednosti sa ciljem dobivanja operativne vrijednosti društva (EV)
- 5) Korekcija operativne vrijednosti društva za stavke neto duga i neoperativne imovine čime se dolazi do procijenjene vrijednosti vlasničkog kapitala.

Prikaz projekcije i utvrđivanje operativnih zarada nakon amortizacije (EBIT)

Sukladno zaprimljenom Elaboratu, projekcije operativnih zarada nakon amortizacije planirane su za razdoblje od 2025. – 2029. godine, i to kako slijedi:

- godina 2024. je uzeta kao bazna godina te je planiran očekivani porast prihoda od najma sukladno očekivanoj stopi inflacije HNB-a, odnosno 3,2% 2025. godine, 2,4% 2026. godine, 2,1% 2027. godine, 2% 2028. i 2029. godine te je i za terminalni rast planirana stopa od 2%.

- Materijalni troškovi odnose se u najvećoj mjeri na troškove režija i održavanja (u značajnom dijelu se sukladno sklopljenim ugovorima prefakturiravaju zakupcima nekretnina) i zadržani su na istoj razini u planiranom razdoblju. Najznačajniji trošak je trošak električne energije, te slijede troškovi redovnog održavanja nekretnina.

- Ostali troškovi iznose 12% ukupnih troškova i zadržani su na istoj razini tijekom planiranog razdoblja. U ostalim troškovima značajan udio imaju troškovi zaposlenih čiji se broj tijekom 2025. godine uvećao za jedan i društvo od 2026. planira porast troška plaća za 20% u odnosu na 2025., te se ta razina troška u razdoblju od 2027.-2029. zadržala na istoj razini.

- Amortizacija čini 27% ukupnih troškova i u odnosu na ukupne troškove raste u 2026., 2027., i 2028. godini na 28% ukupnih troškova dok u 2029. iznosi 29% ukupnih troškova. Amortizacija je izračunata temeljem trenutno korištenih amortizacijskih stopa po pojedinoj vrsti imovine. Porast amortizacije uzrokovana je stavljanjem u upotrebu imovine u pripremi u zadnjem kvartalu 2025. godine te amortiziranje iste u razdoblju od 20 godina, od 2026. godine nadalje.

Sukladno spomenutim pretpostavkama, u nastavku je prikazana projekcija EBIT-a za razdoblje 2025. do 2029. godine:

Primo Real Estate	2025. plan	2026. plan	2027. plan	2028. plan	2029. plan
u EUR					
Prihodi					
Ukupno poslovni prihodi	8.438.249	8.717.984	8.865.945	9.399.148	9.545.010
<i>Rast prihoda (y-o-y)</i>	55,6%	3,3%	1,7%	6,0%	1,6%
Ukupno operativni troškovi	2.839.979	2.880.069	2.880.069	2.880.069	2.880.069
<i>Rast troškova (y-o-y)</i>	50,1%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	5.598.271	5.837.915	5.985.876	6.519.079	6.664.941
<i>EBITDA%</i>	66,3%	67,0%	67,5%	69,4%	69,8%
Amortizacija	1.072.311	1.135.870	1.140.978	1.146.085	1.151.193
EBIT	4.525.959	4.702.045	4.844.899	5.372.994	5.513.748
<i>EBIT%</i>	53,6%	53,9%	54,6%	57,2%	57,8%

U kontekstu povijesnih rezultata poslovanja, korištenih pretpostavki prilikom planiranja razdoblja 2025. do 2029. godine, mišljenja smo da su navedene pretpostavke razumne i opravdane.

Temeljem prethodno opisanih pretpostavki, u Elaboratu je iskazan NOPLAT, uz primjenu poreza na dobit od 18%, na godišnjoj razini.

Primo Real Estate	2025 plan	2026 plan	2027 plan	2028 plan	2029 plan
u EUR					
EBIT	4.525.959	4.702.045	4.844.899	5.372.994	5.513.748
NOPLAT	3.711.287	3.855.677	3.972.817	4.405.855	4.521.273
(+) Amortizacija	1.072.311	1.135.870	1.140.978	1.146.085	1.151.193
Bruto novčani tok	4.783.598	4.991.547	5.113.794	5.551.940	5.672.466
(-)/(+) promjena u radnom kapitalu	-672.557	-88.150	-76.404	-75.210	-74.861
(-) Kapitalne investicije	439.300	439.300	439.300	439.300	439.300
Bruto investicije	1.111.857	527.450	515.704	514.510	514.161
Slobodni novčani tok	3.671.741	4.464.097	4.598.090	5.037.430	5.158.305

Kapitalne investicije su planirane na razini od približno 40% iznosa amortizacije što smatramo realnim s obzirom da su građevine relativno nove, redovno održavane a nisu planirane značajne preinake ili dodaci.

Amortizacija je izračunata temeljem trenutno korištenih amortizacijskih stopa po pojedinoj vrsti imovine. Porast amortizacije uzrokovana je stavljanjem u upotrebu imovine u pripremi u zadnjem kvartalu 2025. godine te amortiziranje u razdoblju vijeka trajanja od 20 godina, počevši od 2026. godine nadalje.

Potraživanja od kupaca planirana su uz blagi porast od 6% na godišnjoj razini dok je koeficijent obrtaja potraživanja ostao na razini 15 u prve dvije godine plana odnosno smanjen je na 14 u zadnje tri planirane godine. Potraživanja od kupaca čine 0,71% ukupne imovine u 2025. godini i rastu do 0,88% u 2029. godini.

Obveze prema dobavljačima su planirane kao smanjenje kroz razdoblja što smatramo opravdanim s obzirom da je društvo visoko likvidno i ima dovoljno sredstva za podmirenje obveza i da će se, kako je planirano obveze plaćati po dospelju ili čak uz diskont prije dospelja. Obveze prema dobavljačima čine 0,3% ukupnih obveza i kapitala. Od ostalih kratkoročnih obveza, preostaju obveze za poreze, doprinose i slična davanja.

U kontekstu povijesnih podataka o kapitalnim investicijama, amortizaciji i naplatama potraživanja od kupaca te plaćanja dobavljačima, te korištenih pretpostavki prilikom planiranja razdoblja 2025. do 2029. godine, mišljenja smo da su navedene pretpostavke razumne i opravdane.

Kao što je već napomenuto, novčani tokovi svode se na sadašnju vrijednost primjenom riziku prilagođene diskontne stope koja predstavlja WACC poduzeća, odnosno oportunitetni trošak poduzeća.

U nastavku je prikazan WACC koji je primijenjen u Elaboratu, prilikom izračuna procijenjene vrijednosti Društva.

WACC kalkulacija		Izvor	
A.	Ciljani dug/(dug+kapital)	0,0%	Nije planirano kreditno zaduženje
B.	Trošak duga	4,25%	HNB - Prosječna kamatna stopa na stanja kredita odobrenih na razdoblje dulje od godine dana nefinancijskim trgovačkim društvima
C.	Stopa poreza na dobit	18%	Stopa poreza na dobit
D.	Trošak duga poslije poreza	3,49%	$B. * (1 - C.)$
E.	Nerizična stopa	3,00%	Obveznica RHMF-O-303A
F.	Premija rizika na kapital	5,93%	A.Damodaran: Premija rizika na kapital za Hrvatsku;
G.	Unlevered Beta	0,45	A.Damodaran: Nekretnine (Upravljanje & Usluge)
H.	Levered Beta	0,45	$G. * (1 + (1 - C.) * (A. / (1 - A.)))$
I.	Premija rizika na veličinu društva	3,74%	IbbotsonAssociates, SBBi Valuation Edition Yearbook (mikrokapitalizacija)
J.	Trošak kapitala	9,39%	$E. + F. * H. + I.$
WACC		9,39%	

Prilikom izračuna WACC-a korišteni su relevantni izvori kao što su prinos do dospijeca dugoročne obveznice RH, prosječna kamatna stopa HNB-a, te javno objavljene analize Aswatha Damorana, koji je svjetski priznati autoritet na području valuacije.

U sljedećem koraku slijedi diskontiranje slobodnog novčanog toka primjenom WACC-a i diskontnih faktora kao i izračun terminalne vrijednosti (TV), te je u nastavku prikazana tablica diskontiranja slobodnog novčanog toka.

Primo Real Estate	2025 plan	2026 plan	2027 plan	2028 plan	2029 plan	Terminalna vrijednost
u EUR						
Slobodni novčani tok za diskontiranje	3.671.741	4.464.097	4.598.090	5.037.430	5.158.305	71.236.443
Razdoblje diskontiranja	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Diskontni faktor	0,96	0,87	0,80	0,73	0,67	0,67
Sadašnja vrijednost novčanih tokova	3.510.681	3.902.037	3.674.294	3.679.967	3.444.931	47.574.661

Provjerom izračuna, potvrdili smo da su diskontni faktori ispravno izračunati i diskontirani su primjenom WACC od 9,39%, čime se dolazi do ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova 2025. do 2029. godine od 18.211.910 EUR.

Vrijednost diskontiranog Slobodnog novčanog toka u terminalnom razdoblju (TV) izračunava se temeljem Gordonovog modela. Gordonov model pretpostavlja stabilan rast poslovanja poduzeća u budućnosti, pri čemu takva stopa rasta ne bi trebala iznositi više od stope rasta BDP-a, nerizične kamatne stope, očekivanje stope inflacije isl. U terminalnom razdoblju planiran je konstantan rast od 2%, koliko iznosi očekivana inflacija 2029. godine.

Smatramo da je izračun diskontiranih slobodnih novčanih tokova te terminalne vrijednosti u Elaboratu ispravno iskazan.

Kako bi se došlo do iznosa operativne vrijednosti (EV) Društva, potrebno je zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove u razdoblju 2025. – 2029. te u terminalnom razdoblju (TV). U tablici koja slijedi prikazana je pretpostavljena operativna vrijednost Društva.

Vrijednost vlasničkog kapitala	EUR
Sadašnja vrijednost novčanih tokova	18.211.910
Sadašnja vrijednost terminalnog razdoblja	47.574.661
Operativna vrijednost Društva (EV)	65.786.571
+ neoperativna imovina	0
+ financijska imovina na 09.04.2025.	4.171.225
Ukupna vrijednost Društva	69.957.796
- financijski dug na 09.04.2025.	0
Vrijednost vlasničkog kapitala	69.957.796

Operativna vrijednost Društva primjenjujući prethodno prikazane pretpostavke iznosi 65.785.571 EUR.

Kako bi se od operativne vrijednosti Društva došlo do vrijednosti vlasničkog kapitala Društva, potrebno je izračunatu operativnu vrijednost korigirati za poziciju neto duga i neoperativne imovine Društva. S obzirom da društvo nije zaduženo i nema financijskih obveza te nema neoperativne imovine, vrijednost je korigirana za iznos vrijednosti novca na dan procjene.

U nastavku je dan pregled rezultata procjene Društva po korištenoj metodi (metoda diskontiranih novčanih tokova) i to prikaz fer procijenjene vrijednosti 100% udjela u društvu i fer vrijednost 1 dionice:

	u EUR
Očekivana fer tržišna vrijednost 100% udjela (vrijednost vlasničkog kapitala)	69.957.796
Vrijednosni papir M7PR-R-A	1.707.100
Vrijednosni papir M7PR-R-C	740.447
Ukupan broj dionica Društva	2.447.547
Fer vrijednost 1 dionice	28,58

Analiza osjetljivosti

Prema analizi osjetljivosti koju je provelo društvo TP Prime Revizija, promjenom stope WACC, te terminalne stope rasta dobiva se raspon vrijednosti od 62 milijuna eura do 80 milijuna EUR, sa srednjom vrijednosti od 70 milijuna eura.

		Terminalna/ Stabilna stopa rasta				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	5,39%	117.982	130.577	146.891	168.858	200.033
	6,39%	96.912	104.803	114.495	126.680	142.463
	7,39%	82.445	87.792	94.132	101.770	111.149
	8,39%	71.900	75.726	80.151	85.327	91.465
	9,39%	63.874	66.723	69.958	73.662	77.947
	10,39%	57.561	59.749	62.198	64.958	68.092
	11,39%	52.466	54.188	56.094	58.214	60.588
	12,39%	48.269	49.651	51.167	52.837	54.684
	13,39%	44.751	45.880	47.107	48.448	49.918

Multiplikator

Uspoređujući EV/EBITDA multiplikator Aswatha Damodarana, koji za kategoriju društava Nekretnine (Upravljanje /Usluge) iznosi 22,46, sa multiplikatorom koji se dobije primjenom Operativne vrijednosti iz Elaborata, dobijemo vrijednost od 80 milijuna eura odnosno 66 milijuna eura, što potvrđuje provedenu analizu osjetljivosti prethodno prikazanu.

Multiplikator	EUR
EBITDA (2024)	3.529.978
EV/EBITDA* Damodaran	22,46
Operativna vrijednost Društva (EV)	79.283.306
EBITDA (2024)	3.529.978
EV/EBITDA - Društvo	18,64
Operativna vrijednost Društva (EV)	65.786.571

Mišljenje o elaboratu

Na temelju svega naprijed navedenog, naše mišljenje možemo sažeti kako slijedi:

U kontekstu odabira metode procjene, mišljenja smo da je izbor metode napravljen u skladu s općeprihvaćenom praksom procjenjivanja.

U kontekstu povijesnih rezultata poslovanja, korištenih pretpostavki prilikom planiranja razdoblja 2025. do 2029. godine, mišljenja smo da su navedene pretpostavke razumne i opravdane.

U kontekstu povijesnih podataka o kapitalnim investicijama, amortizaciji i naplatama potraživanja od kupaca te plaćanja dobavljačima, te korištenih pretpostavki prilikom planiranja razdoblja 2025. do 2029. godine, mišljenja smo da su navedene pretpostavke razumne i opravdane.

Smatramo da je izračun diskontiranih slobodnih novčanih tokova te terminalne vrijednosti u Elaboratu ispravno iskazan.

Analiza osjetljivosti i EV/EBITDA multiplikator daju približno isti raspon vrijednosti 100% udjela.

Sukladno svemu gore navedenom, smatramo kako je fer vrijednost 100% udjela u Društvu u iznosu 70 milijuna eura ispravno iskazana.

U nastavku je priložen Elaborat o procjeni vrijednosti 100% udjela društva Primo Real Estate d.d. Zagreb koje je pripremilo društvo TP Prime revizija d.o.o.

09. travanj 2025.

Procjena vrijednosti
100% udjela društva
PRIMO REAL ESTATE d.d.
Zagreb



g. Lovro Kovačić
g. Trpimir Gugić
PRIMO REAL ESTATE d.d.
Ulica Miroslava Miholića 2
Zagreb, Hrvatska

Poštovana/i,

U skladu s Vašim zahtjevom TP Prime revizija („TPPR“) je izvršila procjenu vrijednosti 100% udjela u kapitalu društva Primo Real Estate d.d. Zagreb („Društvo“) na dan 09. travnja 2025. godine, a sukladno prihvaćenoj ponudi.

Svrha procjene bila je omogućiti vlasnicima i menadžmentu indikativnu procjenu fer vrijednosti Društva za daljnju upotrebu u delistanju sa tržišta kapitala. Procjena je namijenjena isključivo vlasnicima i menadžmentu Društva za prethodno navedenu svrhu.

Procjena vrijednosti bazirana je na pretpostavci neograničenosti poslovanja („going concern“) Društva u budućnosti.

Za potrebe procjene vrijednosti koristili smo definiciju fer tržišne vrijednosti koju definiraju Međunarodni standardi procjene („International Valuation Standards - IVS“) kao „cijenu koja bi bila ostvarena prodajom neke stavke imovine ili plaćena za prijenos neke obveze u urednoj transakciji između informiranih i voljnih strana koje odražavaju interese tih stranaka“.



Sadržaj

- Sažetak procjene vrijednosti
- Opseg posla
- Osnovno o Društvu
- Metodologija procjene vrijednosti
- Metoda diskontiranih novčanih tokova
- Makroekonomski pregled tržišta
- Pregled usporedivih društava
- Popis oznaka i kratica

4

7

16

23

33

47

50

54

Sažetak procjene vrijednosti

Korištena metodologija

Za potrebe procjene fer tržišne vrijednosti 100% udjela u kapitalu Društva koristili smo **Prihodovni pristup – Metodu diskontiranih novčanih tokova**. Smatramo da je ova metoda primjerena i da najbolje uzima u obzir specifične karakteristike Društva.

Rezultat procjene zasnovan na **prihodovnom pristupu - metodi diskontiranih novčanih tokova** prikazan je u tablici kako slijedi:

Pregled rezultata procjene Društva po korištenoj metodi	Metoda diskontiranih novčanih tokova u EUR
Očekivana fer tržišna vrijednost 100% udjela	69.957.796
Vrijednosni papir M7PR-R-A	1.707.100
Vrijednosni papir M7PR-R-C	740.447
Ukupan broj dionica Društva	2.447.547
Fer vrijednost 1 dionice	28,58

Željeli bismo naglasiti da procijenjena fer tržišna vrijednost proizlazi iz pretpostavke da će financijske projekcije biti ispunjene i da neće biti neplaniranih događaja u bilo kojem obliku koji bi značajno negativno utjecali na rezultate poslovanja Društva.

Sažetak procjene vrijednosti

Zaključak

Na temelju naše procjene predstavljene u ovom izvješću, **fer tržišna vrijednost 100% udjela** kapitala Društva na dan **09. travnja 2025.** godine iznosi:

70 milijuna eura

te **fer tržišna vrijednost 1 dionice** iznosi

28,58 eura

Davorka Briški, FCCA, ovlaštenu revizor

TP Prime Revizija d.o.o., Zagreb
Radnička cesta 80
10000 Zagreb
Hrvatska

Davorka Briški

TP Prime Revizija d.o.o.
ZAGREB



TP Prime Revizija d.o.o.
Radnička cesta 80, Zagrebtower, Zagreb

Sadržaj

- Sažetak procjene vrijednosti
- Opseg posla
- Osnovno o Društvu
- Metodologija procjene vrijednosti
- Metoda diskontiranih novčanih tokova
- Makroekonomski pregled tržišta
- Pregled usporedivih društava
- Popis oznaka i kratica

4

7

16

23

33

47

50

54

Opseg posla

Klijent

TP Prime Revizija d.o.o. („TPPR”) na zahtjev trgovačkog društva Primo Real Estate d.d., izvršila je procjenu vrijednosti društva Primo Real Estate d.d. iz Zagreba (dalje u tekstu: „Društvo”).

Svrha procjene

Izveštaj je pripremljen za interne potrebe vezane uz potencijalno delistanje dionica sa Zagrebačke burze.

Predmet procjene

Predmet procjene vrijednosti je 100% vlasničkog udjela društva Primo Real Estate d.d., izlistanog na Zagrebačkoj burzi.

Metodologija procjene

Za procjenu fer vrijednosti korištena je stručna općeprihvaćena metodologija kao garancija postizanja objektivnosti i pouzdanosti procjene. Tako su posebno korišteni pristupi i metodologija propisana Međunarodnim standardima procjene 2022. (International Valuation Standards 2022 – IVS 2022).

Za određene podatke u izračunima su korišteni podaci autora Aswatha Damodarana (Stern New York University), koji izračunava pojedine ekonomske pokazatelje koji se koriste kao općeprihvaćene veličine za potrebe procjena.

Datum procjene

Datum procjene je 09. travnja 2025. godine.



Opseg posla

Definicija vrijednosti

Za potrebe ovog izvještaja, u skladu s Međunarodnim standardima procjene vrijednosti, fer vrijednost definirana je kao iznos koji bi trebalo primiti za prodanu imovinu ili platiti za podmirenje obveze u uobičajenoj transakciji između sudionika na tržištu, na dan mjerenja vrijednosti.

Potrebno je razumijeti da stvarna cijena koja se isplaćuje u bilo kakvoj transakciji koja uključuje udio u kapitalu može biti različita od procijenjene tržišne vrijednosti zbog faktora poput motivacije kupca i prodavatelja, sposobnosti pregovaranja, strukture transakcije ili drugih faktora koji su jedinstveni za tu pojedinu transakciju.

Pretpostavka

Sukladno dogovorenom opsegu posla TPPR nije obvezna garantirati za točnost i potpunost dobivenih informacija. Zato je pretpostavljeno da sva dokumentacija koja je dobivena, a tiče se Društva, predstavlja vjerodostojne i točne kopije originala te da dokumentacija koja je dobivena nije naknadno mijenjana ili poništena.

TP Prime Revizija nije provjeravala vjerodostojnost izvora informacija putem provjere kroz izvore nezavisne od Društva, ali je sukladno pravilima struke svaki dobiveni podatak razmotren sa visokom razinom profesionalnog skepticizma. Pretpostavka je da su svi podaci prikazani po fer vrijednosti.



Opseg posla

Ključne pretpostavke

Ključne pretpostavke za procjenu Društva su:

- neograničenost poslovanja, odnosno da će Društvo nastaviti neograničeno poslovati u budućnosti;
- da je sva imovina iskazana u poslovnim knjigama Društva u stvarnom vlasništvu te da je stanje imovine u poslovnim knjigama usklađeno sa stvarnim fizičkim stanjem;
- da su sve postojeće obveze na dan 31.12.2024. i 28.02.2025. bile knjižene u poslovnim knjigama sukladno Hrvatskim standardima financijskog izvještavanja te drugim poreznim i ostalim relevantnim propisima RH. Napravljen je kritičan pregled ovih stavki, ali opseg ovog rada značajno je manji od postupka revizije koja se provodi u skladu s Međunarodnim revizijskim standardima, te stoga njegovi rezultati ne pružaju isti stupanj sigurnosti kao revizija.
- Pretpostavka koja je napravljena kod vrednovanja Društva je da su se koristili poslovni planovi koji ocrtavaju optimističan pogled u smislu planiranih financijskih rezultata u budućnosti, te da su kao takvi realni i da će se ostvariti u značajnom dijelu.

Opseg posla

Osnova za procjenu vrijednosti

- Podaci i izvještaji korišteni u izradi procjene vrijednosti su zaprimljeni od Društva i Klijenta, kao i javno dostupni podaci.
- Izvještaj je pripremljen tijekom ožujka i travnja 2025. godine.
- Za potrebe procjene, naša istraživanja su uključivala ali nisu bila ograničena na sljedeće procese:
 1. Zatražili smo i pregledali dokumentaciju koju nam je Društvo i Klijent dalo na uvid i raspolaganje i u koje smo se pouzdali da su točni te da prikazuju pouzdano poslovanje i financijsku poziciju Društva. Te informacije i dokumentacija uključivali su podatke za 2023., 2024. i za razdoblje od 1.1. do 28.02.2025. godine.
 2. Prikupili smo i analizirali Makroekonomske podatke i okolnosti u Republici Hrvatskoj
 3. Analizirali smo i javno dostupne podatke o financijskim rezultatima usporedivih društava u Republici Hrvatskoj s naglaskom na prihode i EBITDA profitabilnost
 4. Zaprimali smo i analizirali bruto bilance Društva (Primo Real Estate d.d.) i ovisnih društava (Nekretnine Alfa Primo d.o.o. (Hrvatska) i Nepremičnine Beta Primo d.o.o. (Slovenija) za 2023., 2024. i za razdoblje 1.1. do 28.02.2025. godine;



Opseg posla

Osnova za procjenu vrijednosti

5. Analizirali smo financijske planove Društva i ovisnih društava za razdoblje 2025.-2029., kao i pretpostavke korištene za pripremu pojedinog plana poslovanja;
6. Projekcije i pretpostavke za analizu diskontiranog novčanog toka izvedene su na temelju povijesnih podataka i planiranih aktivnosti u narednim razdobljima, za svako pojedino društvo, korekcijama jednokratnih i izvanrednih stavki, te informacijama zaprimljenim od Klijenta;
7. Pripremili smo analizu osjetljivosti ovisno o iznosu diskontne stope, stope rasta u rezidualnom razdoblju, i tržišne vrijednosti financijske imovine;
8. Procijenili smo tržišnu kapitalizaciju Društva na Zagrebačkoj burzi, ali zbog nepostojanja likvidnosti na tome nismo temeljili svoj zaključak procjene vrijednosti;
9. Na temelju naše analize i primjene metodologija procjene navedene u nastavku izračunali smo raspon vrijednosti 100% vlasničkog udjela u Društvu na datum procjene;
10. Ostala prateća poslovna dokumentacija i informacije.



Opseg posla

Posebne napomene

- Posljednji dostupni konsolidirani financijski izvještaji Društva s detaljnijom strukturom imovine, obveza, prihoda i rashoda se odnose na 2024. godinu i nisu još revidirani. Konsolidirani financijski izvještaji za 2023. godinu su revidirani. Nastavno na analizu financijskih izvještaja Društva za razdoblje od 1.1.2025. do 28.02.2025. pretpostavljamo da nema značajnih promjena u poslovanju Društva između 31.12.2024. i datuma procjene koji bi imali značajan utjecaj na procjenu vrijednosti Društva.
- Nije bilo posebnih teškoća prilikom procjene fer vrijednosti dionice a koje bi trebalo istaknuti.
- Naša procjena temelji se na projekcijama poslovanja koje se temelje na planovima dobivenim od menadžmenta koji upravlja Društvom. Dane prognoze i projekcije odražavaju razne pretpostavke vezane za Društva, koje se mogu, ali i ne moraju ostvariti u budućnosti. Stvarni rezultati će vjerojatno odstupati od rezultata projiciranih u ovom izvještaju i takve razlike bi mogle biti značajne.
- U slučaju značajne izmjene pretpostavki poslovnog plana, naša procjena također bi se promijenila.
- Ovim izvještajem TP Prime Revizija ujedno ne daje nikakva jamstva za postizanje bilo kakvih budućih projekcija ili procjena iz izvještaja.



Opseg posla

Posebne napomene

- Tijekom naše analize bili su nam dostupni financijski izvještaji Društava. Oslonili smo se na ove podatke i pretpostavili da su pripremljeni na ispravan način i na razumnoj osnovi. Pored toga, koristili smo razne javno dostupne podatke. Pouzdali smo se u ove podatke bez neovisne provjere ili potvrde. Kao dio ove procjene vrijednosti, nismo izvršili reviziju istih podataka. U skladu s time, ne dajemo nikakvo mišljenje ili drugi oblik osiguranja u vezi s ovim podacima.
- Ovaj izvještaj je pripremljen isključivo za potrebu delistanja sa Zagrebačke burze te niti jedna druga svrha nije razmatrana ili predviđena. Korištenje ili oslanjanje na rezultat kalkulacije vrijednosti od trećih strana i bilo koja odluka donesena temeljem toga su isključivo i u potpunosti u odgovornosti strana koje ga koriste. TP Prime Revizija ne prihvaća nikakvu odgovornost za štetu, ukoliko je ima, koju je pretrpjela bilo koja strana kao rezultat odluka ili djelovanja temeljenih na ovom Izvještaju.
- Rezultat analize procjene vrijednosti ne predstavlja investicijski savjet niti ga se kao takvim treba interpretirati.



Opseg posla

Ključna obilježja projekcije

- Poslovni plan za razdoblje 2025. - 2029. je pripremljen od strane menadžmenta i korišten je za potrebe ove procjene.
- **Ključna obilježja poslovne projekcije su sljedeće:**
 1. Glavni izvor prihoda čini iznajmljivanje poslovnih prostora u vlasništvu.
 2. Očekuje se porast prihoda od najma u iznosu očekivane inflacije HNB-a.
 3. Projicirana EBITDA marža za razdoblje 2025. - 2029. godinu raste od 66% do 70%.
 4. Planom su predviđena kapitalna ulaganja na godišnjoj razini u iznosu od 439 TEUR.
 5. Društvo ima dva člana uprave i nije planirano zapošljavanje drugih djelatnika.
 6. Nisu planirane promjene vijeka trajanja imovine u vlasništvu društva.
 7. U imovini u pripremi se nalazi elektrana koja se planira staviti u upotrebu krajem 2025. godine, te je uz vijek trajanja od 20 godina planiran porast iznosa amortizacije.
 8. Neto dobit se nakon izdvajanja u zakonske rezerve u cijelosti isplaćuje.
 9. Ne postoje kreditna zaduženja te ista nisu planirana ni u budućem razdoblju.

Sadržaj

- Sažetak procjene vrijednosti
- Opseg posla
- Osnovno o Društvu
- Metodologija procjene vrijednosti
- Metoda diskontiranih novčanih tokova
- Makroekonomski pregled tržišta
- Pregled usporedivih društava
- Popis oznaka i kratica

4

7

16

23

33

47

50

54

Osnovno o Društvu

Društvo	Primo Real Estate d.d. za poslovanje nekretninama
Osnovano	Statutom od 25.08.2020. godine
Pravni oblik	dioničko društvo
OIB	52157649749
MBS	81328074
Adresa	Ulica Miroslava Miholića 2, Zagreb
Temeljni kapital	63.636.222,00 EUR
Osnovni predmet poslovanja	Iznajmljivanje i upravljanje vlastitim nekretninama ili nekretninama uzetim u zakup (leasing)
Osobe ovlaštene za zastupanje	Lovro Kovačić, zastupa skupno od 28.02.2025; Trpimir Gugić, zastupa skupno od 28.02.2025.
Nadzorni odbor	Tomislav Kesić, predsjednik nadzornog odbora od 11.06.2024.; Ante Šekerija, zamjenik predsjednika nadzornog odbora od 14.10.2024. Igor Komorski, član nadzornog odbora od 14.11.2024.
Broj zaposlenih na dan procjene	2
Izvor: Sudski registar na dan 09.04.2025. i podaci dobiveni od Društva	

PRIMO
Real Estate

Društvo je u prethodnim razdobljima imalo samo jednog zaposlenog, i to Direktora društva. Objavom na Trgovačkom sudu, promijenjena je uprava društva te od 28.02.2025. društvo ima dva člana Uprave.

Primo Real Estate d.d. je upisano u sudski registar nadležnog Trgovačkog suda u Zagrebu rješenjem od 15. rujna 2020. godine. U skladu s poslovnim planovima i odlukom Glavne skupštine, društvo Primo Real Estate d.d. ostvarilo je preduvjete za uvrštenje dionica na Zagrebačku burzu što je i provedeno u 2021. godini. Akvizicijom društva Nekretnine Alfa Primo d.o.o. u kolovozu 2022. godine nastaje Grupa. Akvizicijom društva Nepremičnine Beta Primo d.o.o., Slovenija, u veljači 2025. godine, Grupa se širi van područja Republike Hrvatske.

Stjecanjem pojedinog povezanog društva ujedno su preneseni i ugovori o najmovima za pojedine lokacije.

Osnovno o Društvu



Primo Real Estate dioničko društvo za poslovanje nekretninama, skraćeno Primo Real Estate d.d., (nadalje Društvo) je dioničko društvo sa sjedištem u Zagrebu, na adresi Ulica Miroslava Miholića 2, upisano u sudskom registru Trgovačkog suda u Zagrebu pod matičnim brojem subjekta upisa (MBS): 081328074, OIB: 081328074, identifikacijska oznaka pravnog subjekta („LEI“): 747800LOPAW57B19B291.

Temeljni kapital društva iznosi 63.636.222,00 EUR. Temeljni kapital podijeljen je na 2.447.547 redovitih dionica nominalnog iznosa 26,00 EUR. Osnovano je dana 15. rujna 2020. godine. Primarna djelatnost društva po NKD 2025. je **Iznajmljivanje i upravljanje vlastitim nekretninama ili nekretninama uzetim u zakup (leasing)** te posluje na Hrvatskom tržištu.

Nekretnine Alfa Primo društvo s ograničenom odgovornošću za poslovanje nekretninama (ranije: IMOBILIA TEHNO d.o.o.) sa sjedištem u Zagrebu, na adresi Ulica Miroslava Miholića 2, upisano u sudskom registru Trgovačkog suda u Zagrebu pod matičnim brojem subjekta upisa (MBS): 081434075, OIB: 16303842226.

Temeljni kapital društva iznosi 4.636.000,00 EUR i predstavlja dva uloga, uplaćena u cijelosti u postupku podjele društva IMOBILIA TEHNO d.o.o. sa sjedištem u Rugvici (Općina Rugvica), na poslovnoj adresi Dugoselska ulica 5A, upisano u sudski registar Trgovačkog suda u Zagrebu pod brojem MBS 080466533, OIB: 58887406732 – odvajanje s osnivanjem. Društvo je osnovano dana 14. travnja 2022. godine, a preuzeto je dana 17. kolovoza 2022. godine od strane društva Primo Real Estate d.d. Primarna djelatnost društva po NKD 2025. je **Iznajmljivanje i upravljanje vlastitim nekretninama ili nekretninama uzetim u zakup (leasing)** te posluje na Hrvatskom tržištu.

Nepremičnine Beta Primo, družba za poslovanje z nepremičninami društvo s ograničenom odgovornošću (ranije: FERBA PROJEKT d.o.o.) sa sjedištem u Podgorje, na adresi Podgorje, Korenova cesta 5, Kamnik, upisano u poslovnom i sudskom registru Republike Slovenije pod matičnim brojem: 9704213000. Temeljni kapital društva iznosi 7.500,00 EUR. Društvo je osnovano dana 12. srpnja 2024. godine, a preuzeto je dana 11. veljače 2025. godine od strane društva Primo Real Estate. Primarna djelatnost društva je **poslovanje nekretninama** te posluje na Slovenskom tržištu.

Osnovno o Društvu



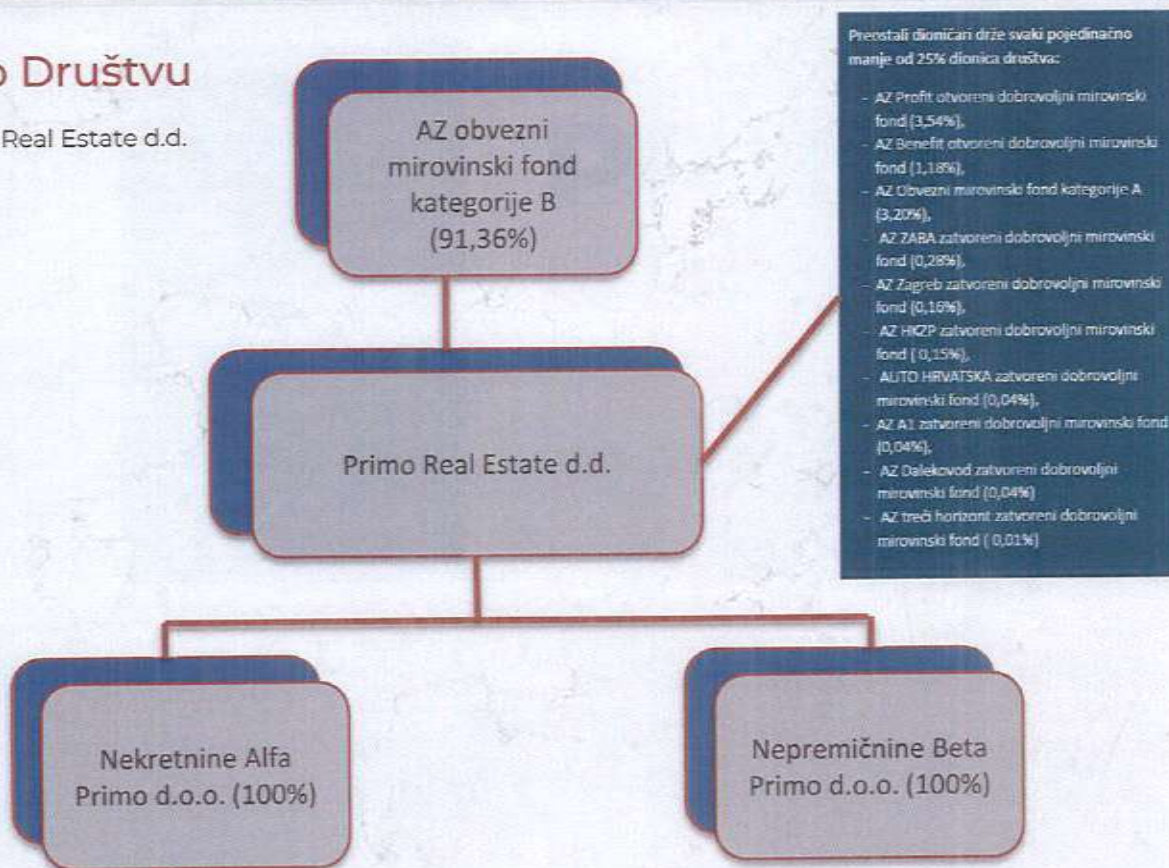
Osnovna djelatnost Grupe je davanje u najam tri poslovne zgrade u Zagrebu (Oreškovićeve 3/d, Ljudevita Posavskog 29, te Miroslava Miholića 2), te jednog logističkog-distributivnog centra u Sv. Heleni, sa naslova kojeg se ostvaruje prihod od najma, kao i prihodi od prefakturiranih zajedničkih troškova potrošnje. Akvizicijom u 2025. godini i širenjem na područje Slovenije, povećava se broj nekretnina koje se daju u najam sa poslovnom zgradom na adresi Korenova cesta 5, Kamnik, Slovenija.

Primo Real Estate d.d. je tijekom 2023. godine započelo značajne investicije u sunčane elektrane na logističko distributivnom centru Sv. Helena. Tijekom 2023. godine također se sustavno uvodila LED rasvjeta u cjelokupnom centru što dodatno značajno pridonosi energetske učinkovitosti i uštedama električne energije. Nadalje, tijekom 2023. godine Primo Real Estate d.d. provelo je ulaganje u vanjsku LED rasvjetu u dvorištu centra.

U poslovnim zgradama u vlasništvu Nekretnine Alfa Primo d.o.o. na lokacijama Oreškovićeve ulica u Zagrebu i Ulica Ljudevita Posavskog u Sesvetama provedene su investicije u novi sustav grijanja i hlađenja pomoću dizalica topline koje su ekološki prihvatljive i osiguravaju značajne uštede u energentima, prvenstveno u korištenju zemnog plina. U poslovnoj zgradi na lokaciji Miholićeve ulica u Zagrebu provedeno je ulaganje u sunčanu elektranu za vlastitu potrošnju i ugradnja posebne tehnologiju koja prati i optimizira potrošnju električne energije po katovima.

Osnovno o Društvu

Organigram Primo Real Estate d.d.



PRIMO
Real Estate

Na dan procjene, Društvo u svom vlasništvu ima dva ovisna društva i to jedno u Hrvatskoj i jedno u Sloveniji. Navedena ovisna društva preuzeta su 2022. i 2025. godine i to Nekretnine Alfa Primo d.o.o. (od 17. kolovoza 2022.) te Nepremičnine Beta Primo d.o.o. (od 11. veljače 2025.).

Osnovno o Društvu

Dionice društva Primo Real Estate d.d. su uvrštene na redovito tržište Zagrebačke burze u srpnju 2021. godine.

Pregled strukture vlasništva 10 najznačajnijih dioničara na Zagrebačkoj burzi na dan procjene je sljedeći:



R.br.	Dioničar	Vrijednosni papir:		Vrijednosni papir:		Ukupan broj dionica	% udjela
		M7PR-R-A	M7PR-R-A	M7PR-R-C	M7PR-R-C		
		% udjela	Količina	% udjela	Količina		
1	AZ obvezni mirovinski fond kategorije B	90,81%	1.550.153	92,63%	685.911	2.236.064	91,36%
2	AZ Profit otvoreni dobrovoljni mirovinski fond	5,07%	86.574			86.574	3,54%
3	AZ Benefit otvoreni dobrovoljni mirovinski fond	1,69%	28.874			28.874	1,18%
4	AZ obvezni mirovinski fond kategorije A	1,39%	23.669	7,37%	54.536	78.205	3,20%
5	AZ ZABA zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond	0,40%	6.840			6.840	0,28%
6	AZ Zagreb zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond	0,23%	3.931			3.931	0,16%
7	AZ HKZP zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond	0,22%	3.763			3.763	0,15%
8	AUTO HRVATSKA zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond	0,06%	1.076			1.076	0,04%
9	AZ A1 zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond	0,06%	1.020			1.020	0,04%
10	AZ Dalekovod zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond	0,06%	971			971	0,04%
	Ostali	0,01%	229			229	0,01%
	Ukupno	100,00%	1.707.100	100,00%	740.447	2.447.547	100,00%

Uvidom u javno dostupne podatke na Zagrebačkoj burzi, donicama se nije trgovalo u prethodna tri mjeseca.

Osnovno o Društvu

Povijesni razvoj

PRIMO
Real Estate



Sadržaj

▪ Sažetak procjene vrijednosti	4
▪ Opseg posla	7
▪ Osnovno o Društvu	16
▪ Metodologija procjene vrijednosti	23
▪ Metoda diskontiranih novčanih tokova	33
▪ Makroekonomski pregled tržišta	47
▪ Pregled usporedivih društava	50
▪ Popis oznaka i kratica	54

Metodologija procjene vrijednosti

Postoji nekoliko metodologija procjene vrijednosti koje se mogu koristiti prilikom izračuna procjene vrijednosti pojedinog društva. Svaka od metoda je ukratko objašnjena u nastavku.

Metodologija procjene	Komentari	Prednosti/nedostaci
Usporedba sa javnim dioničkim društvima	- Predstavlja "relativnu" metodologiju procjene utemeljenu na sličnim poduzećima kojima se javno trguje sa jasno određenom tržišnom vrijednosti - Uključuje upotrebu multiplikatora primijenjenih na očekivane financijske rezultate - Osnova ovakve usporedbe je pronaći najbližnja usporediva poduzeća temeljeno na kriteriju poput ekonomskog okruženja, mogućnosti rasta kao i što više specifičnih karakteristika poduzeća poput strukture prihoda, profitabilnosti i kapitalne intenzivnosti	Prednosti: - Transparentna i jednostavna metodologija - Težište je na financijskim i operativnim rezultatima u kratkom/srednjem roku - Metodologija koju će vjerojatno koristiti investitori Nedostaci: - Niti jedno drugo društvo nema profil koji savršeno odgovara pojedinom društvu iz čega proizlazi subjektivnost interpretacije rezultata - Ne uzima u obzir specifične karakteristike društva



Metodologija procjene vrijednosti

Postoji nekoliko metodologija procjene vrijednosti koje se mogu koristiti prilikom izračuna procjene vrijednosti pojedinog društva. Svaka od metoda je ukratko objašnjena u nastavku.

Metodologija procjene	Komentari	Prednosti/nedostaci
Procjena na temelju usporedivih transakcija	▪ Relativna metodologija procjene vrijednosti utemeljena na transakcijama koje uključuju usporediva društva, pri čemu se vrijednost određuje pomoću cijena koje su platili preuzimatelji ili investitori u nedavnim transakcijama spajanja i preuzimanja ▪ U usporedbi s procjenom pomoću društava kojima se javno trguje, ova vrsta procjene često uključuje premiju za stjecanje kontrole nad pojedinim društvom ▪ U slučaju manjinskog udjela, prethodne transakcije ne uključuju premiju za stjecanje kontrole	Prednosti: ○ Transparentna, jednostavna metodologija Nedostaci: ○ Teško identificiranje direktnih usporedivih transakcija ○ Ograničenja koja proizlaze iz nedovoljno detaljnih javno dostupnih podataka o transakciji ○ Vrijednost na koju upućuje ova metoda obično uključuje premiju za stjecanje kontrole nad poduzećem



Metodologija procjene vrijednosti

Postoji nekoliko metodologija procjene vrijednosti koje se mogu koristiti prilikom izračuna procjene vrijednosti pojedinog društva. Svaka od metoda je ukratko objašnjena u nastavku.

Metodologija procjene	Komentari	Prednosti/nedostaci
Procjena na temelju diskontiranog novčanog toka ("DCF model")	- Procjena na temelju diskontiranog novčanog toka izražava vrijednost poduzeća na temelju predviđenih slobodnih novčanih tokova koje generira poduzeće. - Projekcije slobodnog novčanog toka, zajedno s krajnjom vrijednosti (terminal value) baziranoj na očekivanoj vrijednosti dobiti prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA), ulaganjima u radni kapital, potrebne investicije i očekivanom rastu na kraju ovog razdoblja, se diskontiraju kako bi se dobila sadašnja neto vrijednost poduzeća. Kao diskontna stopa uzima se ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) - Iako je ovo najispravnija metoda procjene, visoko je osjetljiva na ključne operative i financijske pretpostavke - Od velike je važnosti da se sve pretpostavke modela utvrđuju temeljem pretpostavki savjetnika zajedno sa ekspertima iz poduzeća koji razumiju poslovno i konkurentsko okruženje i industrije općenito, prema tome najrelevantnija je za transakcije spajanja i preuzimanja poduzeća	Prednosti: - Tehnički ispravna metodologija - Uvažava dugoročne potencijale poslovanja (rast, efikasnost) - Omogućava identifikaciju glavnih generatora vrijednosti imovine i analizu osjetljivosti Nedostaci: - Potreban velik obujam preciznih i detaljnih podataka - Duljina razdoblja projekcije koji se koristi kao i pretpostavke o krajnjoj vrijednosti (terminal value) su vrlo bitne - Visoka osjetljivost na ponderirani prosječni trošak kapitala i krajnju vrijednost (terminal value)



Metodologija procjene vrijednosti

Postoji nekoliko metodologija procjene vrijednosti koje se mogu koristiti prilikom izračuna procjene vrijednosti pojedinog društva. Svaka od metoda je ukratko objašnjena u nastavku.

Metodologija procjene	Komentari	Prednosti/nedostaci
Knjigovodstvena metoda	- Ocrtava knjigovodstvenu vrijednost imovine koje određeno društvo ima na određeni dan u bilanci - Rijetko se koristi u praksi za procjenu vrijednosti cijelog poduzeća - Češće se koristi kako bi se odredila vrijednost pojedinog dijela imovine	Prednosti: - Najjednostavnija metoda Nedostaci: - ne uzima obzir "neproknjiženu" imovinu niti obveze - pretpostavlja da knjigovodstvene vrijednosti imovine i obveza odgovaraju njihovim tržišnim vrijednostima



Metodologija procjene vrijednosti

Postoji nekoliko metodologija procjene vrijednosti koje se mogu koristiti prilikom izračuna procjene vrijednosti pojedinog društva. Svaka od metoda je ukratko objašnjena u nastavku.

Metodologija procjene	Komentari	Prednosti/nedostaci
Knjigovodstvena metoda	- Ocrtava knjigovodstvenu vrijednost imovine koje određeno društvo ima na određeni dan u bilanci - Rijetko se koristi u praksi za procjenu vrijednosti cijelog poduzeća - Češće se koristi kako bi se odredila vrijednost pojedinog dijela imovine	Prednosti: - Najjednostavnija metoda Nedostaci: - ne uzima obzir "neproknjiženu" imovinu niti obveze - pretpostavlja da knjigovodstvene vrijednosti imovine i obveza odgovaraju njihovim tržišnim vrijednostima
Metode neto unovčive vrijednosti: - Tržišna - Likvidacijska	- Ocrtava tržišnu vrijednost imovine koje određeno društvo ima na određeni dan u bilanci - Često se koristi u praksi za određivanje minimalne vrijednosti cijelog poduzeća ili pojedinih gospodarskih dijelova - Ovisi o trenutnom općenitom stanju na tržištu	Prednosti: - Jednostavna metoda Nedostaci: - ne uzima obzir "neproknjiženu" imovinu niti obveze, ali uzima u obzir nematerijalnu vrijednost društva koja nije u knjigama

Metodologija procjene vrijednosti

Odabir metodologije procjene vrijednosti

Kako je prethodno opisano, postoji nekoliko metodologija procjene vrijednosti koje se mogu koristiti prilikom izračuna procjene vrijednosti pojedinog društva.

S obzirom na značajnu povijesnu i očekivanu buduću profitabilnost Društva, zaključili smo da je vrijednost Društva bazirana na potencijalu generiranja prihoda i dobiti, a ne na fizičkoj imovini te smo za procjenu vrijednosti izabrali metodu diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda) koja je ujedno i jedna je od najčešće korištenih metoda procjene vrijednosti jer se smatra da najbolje ocrtava vrijednost nekog društva, gdje vrijednost nije samo imovina već i mogućnost ostvarenja profita u budućnosti.

Nedostatak DCF metode koji proizlazi iz činjenice da je ta metoda spekulativne prirode s obzirom na nemogućnost točnog predviđanja budućih događaja, te da utjecaj novog makroekonomskog okruženja i odgovarajućeg rasta prihoda nije u potpunosti poznat u vrijeme pripreme ovog izvještaja i samog poslovnog plana djelomično smo nadomjestili, prikazom analize osjetljivosti, uzimajući u obzir različitu diskontnu stopu (WACC) i terminalnu stopu rasta.

Dionice društva su listane na Zagrebačkoj burzi ali se njima ne trguje te se nismo pouzdali u ovu metodu procjene.



Metodologija procjene vrijednosti

Izabrani pristup i metoda vrednovanja Društva

- **Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda)** – jedna je od najčešće korištenih metoda procjene vrijednosti jer se smatra da najbolje ocrtava vrijednost nekog društva, gdje vrijednost nije samo imovina već i mogućnost ostvarenja profita u budućnosti.
- Metoda diskontiranih novčanih tokova ili skraćeno DCF metoda je najpoznatija i u praksi najkorištenija metoda za vrednovanje društava ili pojedinačnih projekata / investicija. Primjenom te metode, vrijednost društva se određuje kao vrijednost njegovih očekivanih slobodnih novčanih tokova iz poslovanja diskontiranih na sadašnju vrijednost.
- Prvi korak je procjena očekivanih novčanih tokova koje će društvo ostvariti, a temelji se na pretpostavkama slobodnih novčanih tokova koje ono generira kroz svoje poslovanje. Navedeni novčani tokovi izračunavaju se kroz procjene poslovnih rezultata, kapitalnih investicija (CAPEX-a) i promjena neto radnog (obrtnog) kapitala.
- Projicirani slobodni novčani tok i vječna renta diskontiraju se na sadašnju vrijednost koristeći ponderirani prosječni trošak kapitala izračunatog za društvo (WACC), koji predstavlja diskontnu stopu, a što je zapravo oportunitetni trošak ulaganja u investicije sličnog rizika.
- Sadašnja vrijednost novčanih tokova i vječna renta zbrajaju se kako bi se odredila vrijednost društva, koja služi kao osnovica za DCF metodu. Podaci korišteni pri izračunu WACC-a i vječne rente imaju značajan utjecaj na rezultat, gdje i najmanje varijacije mogu imati veliki utjecaj na procijenjenu vrijednost. Zbog toga je vrijednost dobivenu DCF metodom uputno promatrati u rasponu vrijednosti, a ne samo kao pojedinačnu vrijednost.
- Slobodni novčani tok jednak je novcu koji ostane u poduzeću nakon podmirivanja svih obveza prema državi, nakon svih kapitalnih ulaganja i nakon što se uzme u obzir promjena u radnom kapitalu nastala uslijed promjene poslovnih prihoda ili nekih drugih tržišnih uvjeta poslovanja.



Metodologija procjene vrijednosti

Slobodni novčani tok je primarni način izračuna u DCF analizi.

Slobodni novčani tok (FCF)

Slobodni novčani tok za društvo (FCF) predstavlja novac dostupan svim investitorima, kako vlasnicima tako i vjerovnicima. FCF se može izračunati počevši od neto operativne dobiti nakon poreza (NOPLAT) ili operativnog novčanog toka (EBIT). FCF se može izračunati kao:

$$FCF = EBIT - (EBIT * t) = NOPLAT + NCC - CAPEX +/- WCI$$

EBIT = Dobit prije kamata i poreza

NCC = Nenovčani troškovi (npr. amortizacija)

t = Stopa poreza na dobit

CAPEX = Kapitalne investicije

WCI = Investicije u obrtni kapital

*CAPEX predstavlja novac potrošen na osnovna sredstva umanjeno za novac primljen od prodaje osnovnih sredstava.

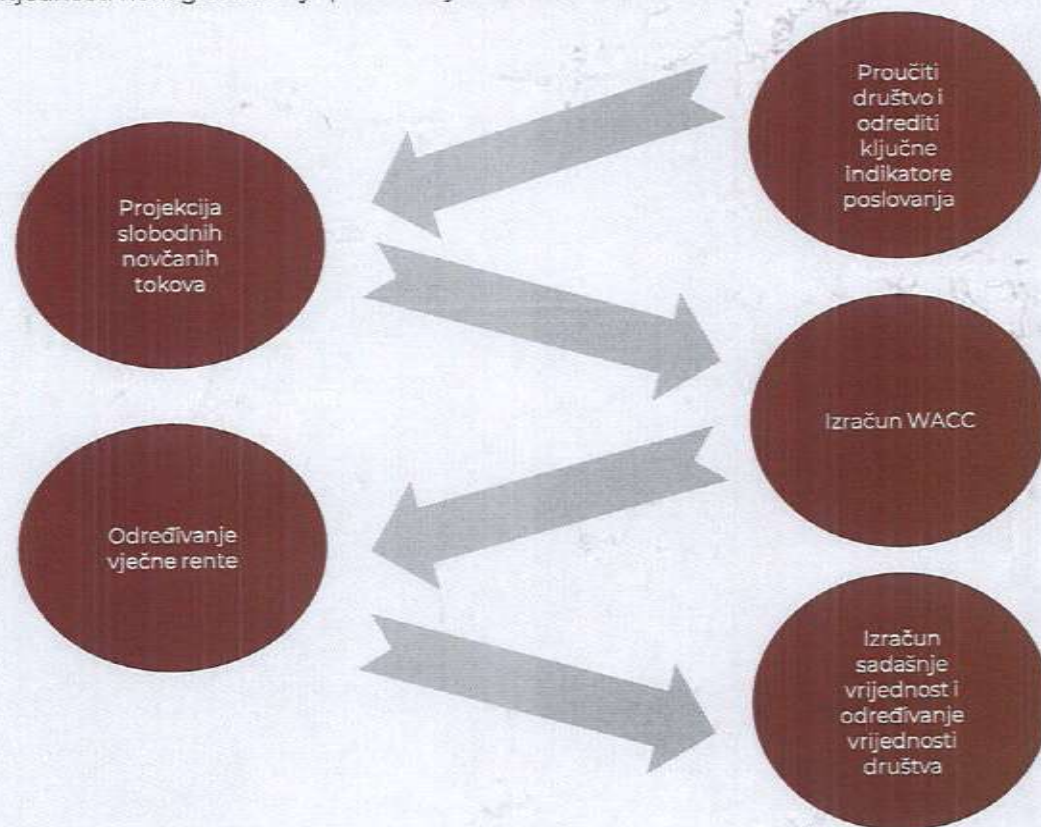
FCF se diskontira pomoću WACC-a, koji predstavlja kombinaciju troškova kapitala i duga, iz razloga što je novčani tok, kojeg društvo duguje vjerovnicima, uključen u slobodni novčani tok.



Metodologija procjene vrijednosti

Određivanje vrijednosti društva

- Procjena vrijednosti nekog društva je proces koji bi idealno trebao bi strukturiran kroz pet koraka:



Sadržaj

▪ Sažetak procjene vrijednosti	4
▪ Opseg posla	7
▪ Osnovno o Društvu	16
▪ Metodologija procjene vrijednosti	23
▪ Metoda diskontiranih novčanih tokova	33
▪ Makroekonomski pregled tržišta	47
▪ Pregled usporedivih društava	50
▪ Popis oznaka i kratica	54

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Račun dobiti i gubitka - Konsolidirani	2022	2023	2024	2025 plan	2026 plan	2027 plan	2028 plan	2029 plan
u EUR								
Prihodi								
Prihodi od najma	2.636.752	4.053.281	4.215.412	6.425.184	6.611.919	6.759.880	7.293.083	7.438.945
Prihodi - prefakturirani troškovi	573.897	1.453.530	1.090.351	1.779.935	1.779.935	1.779.935	1.779.935	1.779.935
Investicijski i ostali prihodi	64.106	150.167	116.205	233.130	326.130	326.130	326.130	326.130
Ukupno poslovni prihodi	3.274.755	5.656.978	5.421.968	8.438.249	8.717.984	8.865.945	9.399.148	9.545.010
Rast prihoda (y-o-y)		72,7%	-4,2%	55,6%	3,3%	1,7%	6,0%	1,6%
Operativni troškovi								
Troškovi režija	226.365	904.774	527.191	1.260.348	1.260.348	1.260.348	1.260.348	1.260.348
Troškovi redovnog održavanja	638.359	888.689	870.998	917.011	917.011	917.011	917.011	917.011
Naknada za upravljanje imovinom	0	182.406	189.653	192.726	200.817	200.817	200.817	200.817
Redovne plaće i naknade	105.202	122.244	115.528	163.000	195.000	195.000	195.000	195.000
Administrativni troškovi	33.703	115.481	75.563	41.571	41.571	41.571	41.571	41.571
Ostali troškovi	179.184	85.009	113.057	265.323	265.323	265.323	265.323	265.323
Ukupno operativni troškovi	1.182.793	2.298.603	1.891.990	2.839.979	2.880.069	2.880.069	2.880.069	2.880.069
EBITDA	2.091.962	3.358.374	3.529.978	5.598.271	5.837.915	5.985.876	6.519.079	6.664.941
EBITDA%	63,9%	59,4%	65,1%	66,3%	67,0%	67,5%	69,4%	69,8%
Amortizacija	405.852	602.738	407.716	1.072.311	1.135.870	1.140.978	1.146.085	1.151.193
EBIT	1.686.110	2.755.636	3.122.262	4.525.959	4.702.045	4.844.899	5.372.994	5.513.748
EBIT%	51,5%	48,7%	57,6%	53,6%	53,9%	54,6%	57,2%	57,8%
Neto financijski rezultat	-408	-621	-1.359	0	0	0	0	0
EBT (Dobit prije oporezivanja)	1.685.702	2.755.015	3.120.903	4.525.959	4.702.045	4.844.899	5.372.994	5.513.748
Porez na dobit	393.776	540.322	561.968	876.759	910.060	937.403	1.049.946	1.077.380
Neto dobit	1.291.926	2.214.693	2.558.935	3.649.200	3.791.985	3.907.496	4.323.048	4.436.368
Neto dobit %	39,5%	39,1%	47,2%	43,2%	43,5%	44,1%	46,0%	46,5%
Neto dobit (y-o-y)		71,4%	15,5%	42,6%	3,9%	3,0%	10,6%	2,6%

Ključni čimbenici uspješnosti

Stavke računa dobiti i gubitka prezentirane su na temelju povijesnih podataka i očekivanih rezultata u budućnosti.

Na povijesni i planirani budući razvoj poslovanja društva utjecaj imaju ulaganja u ovisna društva koja su se dogodila tijekom 2022. godine kada je kupljeno 100% udjela u društvu Nekretnine Alfa Primo d.o.o., Zagreb (preuzeto 17.08.2022.) te tijekom 2025. godine kada je kupljeno 100 udjela u društvu Nepremičnine Beta Primo d.o.o., Slovenija (preuzeto 11.02.2025.). Povijesni razvoj nakon kupnje udjela i plan poslovanja uključuje pozitivne učinke rasta poslovanja.

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Projekcija računa dobiti i gubitka

Menadžment Društva pripremio je poslovni plan koji obuhvaća razdoblje 2025.-2029. godine. Sve pretpostavke korištene za izradu ovog plana su pretpostavke menadžmenta.

Projicirani poslovni prihodi

- Prihode čine prihodi od najma te prihodi od prefakturiranih troškova režija i održavanja, sukladno potpisanim ugovorima.
- Prihodi u razdoblju 2025.-2029. su planirani na temelju postojećih ugovora i klijenata te planiranog rasta u budućnosti. Značajan porast poslovnih prihoda u 2025. godini nastaje uslijed kupnje 100% udjela u društvu Nepremičnine Beta Primo d.o.o., Kamnik. Rast prihoda od najma u planiranom razdoblju je od 3,2% 2025. do 2% 2029. godine i prati očekivanu inflaciju HNB-a.
- Za pojedine ugovore čiji najam ističe u razdoblju do 2029. godine planirano je produženje po istim uvjetima.

Projekcije operativnih troškova (OPEX-a)

- Najznačajniji dio troškova čine redovni fiksni troškovi režija te troškovi održavanja. Dio navedenih troškova se sukladno potpisanim ugovorima prenosi na najmoprimce odnosno prefakturiraju se i kao takvi su planirani u dijelu prihoda.
- Ostali operativni troškovi rastu tijekom 2025. godine te se u preostalom razdoblju zadržavaju na istoj razini.
- Trošak amortizacije je predviđen u skladu sa postojećom materijalnom imovinom te raste uslijed novih investicija i kapitalnih ulaganja.
- Za cijelo planirano razdoblje, planirana je i isplata dividende iz dobiti društva, i to u cijelosti, nakon izdvajanja u zakonske rezerve iz dobiti.
- Društvo nema kreditnih obveza niti su iste planirane te nije planiran ni Financijski rezultat.
- EBITDA je pozitivna u cijelom promatranom razdoblju povijesnih podataka i planiranog razdoblja te se u razdoblju od 2025. do 2029. godine kreće na razini od 66,3% do najviše 69,8%.
- Planirana neto dobit raste u planiranom razdoblju i iznosi od 3,6 mil EUR 2025. godine do 4,4 mil EUR 2029. godine.

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Bilanca stanja - Konsolidirana	2022	2023	2024	2025 plan	2026 plan	2027 plan	2028 plan	2029 plan
u EUR								
Potraživanja za upisani a neuplaćeni kapital								
Dugotrajna imovina								
Nematerijalna imovina	10.007	6.202	3.020	2.994	2.950	2.903	2.856	2.809
Materijalna imovina-postrojenja i oprema i alati	32.868	305.642	1.488.519	1.475.949	1.324.649	1.165.837	999.503	825.769
Materijalna imovina-ulaganje u elektranu	0	1.546.705	1.169.026	1.176.829	1.123.684	1.072.944	1.024.618	978.586
Materijalna imovina- ulaganja u nekretnine	46.611.371	46.102.576	45.622.994	69.236.199	68.744.120	68.252.041	67.759.962	67.267.883
Odgodena porezna imovina	2.948	2.336	2.360	2.360	2.360	2.360	2.360	2.360
Ukupno dugotrajna imovina	46.657.195	47.963.461	48.285.918	71.894.332	71.197.762	70.496.084	69.789.299	69.077.406
Kratkotrajna imovina								
Potraživanja od kupaca	143.657	128.963	120.340	548.938	581.874	616.787	653.794	693.022
Ostala potraživanja i od države	1.494	988	48.795	250.497	263.022	276.173	289.982	304.481
Novac i novčani ekvivalenti	2.813.455	2.686.693	2.560.922	4.545.833	5.479.497	6.409.881	7.652.383	8.618.888
Obračunati prihodi i plaćeni troš.	40.858	45.022	65.470	58.838	65.470	65.470	65.470	65.470
Ukupno kratkotrajna imovina	2.999.464	2.861.646	2.795.527	5.404.106	6.389.863	7.368.311	8.661.629	9.681.860
Ukupno imovina	49.656.659	50.825.108	51.081.445	77.298.438	77.587.625	77.864.395	78.450.928	78.759.266
Kapital i rezerve								
Temeljni kapital	45.314.221	44.384.600	44.384.600	63.636.222	63.636.222	63.636.222	63.636.222	63.636.222
Kapitalne rezerve	2.390.908	3.320.530	3.320.537	8.503.666	8.503.666	8.503.666	8.503.666	8.503.666
Rezerve iz dobiti	55.749	115.081	211.397	340.094	522.554	712.153	907.528	1.123.680
Zadržana dobit	0	208.195	211.983	211.984	211.984	211.984	211.984	211.984
Dobit/(gubitak) tekuće godine	1.291.926	2.214.693	2.558.935	3.849.200	3.791.985	3.907.496	4.323.048	4.436.368
Ukupno kapital i rezerve	49.052.805	50.243.079	50.687.453	76.341.167	76.666.411	76.971.521	77.582.448	77.911.921
Rezerviranja	18.293	14.176	14.734	14.734	14.734	14.734	14.734	14.734
Dugoročne obveze	8.276	8.296	6.181	618.350	618.350	618.350	618.350	618.350
Kratkoročne obveze								
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	2.028	0	0	0	0	0	0	0
Obveze prema dobavljačima	192.585	249.582	219.407	218.095	205.009	192.709	181.146	170.277
Obveze prema zaposlenima	2.909	2.915	2.923	5.846	5.846	5.846	5.846	5.846
Obveze za poreze, doprinosi i slična davanja i ostale	379.763	307.060	150.746	100.246	77.274	61.234	48.403	38.138
Ukupno kratkoročne obveze	577.285	559.557	373.076	324.187	288.129	259.789	235.395	214.261
Ukupno kapital i obveze	49.656.659	50.825.107	51.081.445	77.298.438	77.587.625	77.864.395	78.450.928	78.759.267

Ključni čimbenici uspješnosti

Prezentirane vrijednosti u Bilanci napravljene su na temelju povijesnih podataka te očekivanih financijskih rezultata.

Na povijesni i planirani budući razvoj poslovanja društva utjecaj imaju ulaganja u ovisna društva koja su se dogodila tijekom 2022. godine kada je kupljeno 100% udjela u društvu

Nekretnine Alfa Primo d.o.o., Zagreb (preuzeto 17.08.2022.) te tijekom 2025.

godine kada je kupljeno 100 udjela u društvu Nepremičnine Beta Primo d.o.o., Slovenija (preuzeto 11.02.2025.).

Povijesni razvoj nakon kupnje udjela i plan poslovanja uključuje pozitivne učinke rasta poslovanja.

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Projekcija bilance

Projekcija Ulaganja u nekretnine

- Ulaganje u nekretnine čini približno 90% ukupne aktive. Navedena se imovina mjeri primjenom troška nabave. Korisni vijek uporabe je utvrđen temeljem procjene ovlaštenog sudskog vještaka, koji je prilikom procjene uzeo u obzir godinu izgradnje, kao i stanje nekretnina. Za nekretninu u vlasništvu Primo Real Estate d.d. procjena je provedena u prosincu 2020. godine, dok je za nekretnine u vlasništvu društva Nekretnine Alfa Primo d.o.o. procjena provedena u siječnju 2023. godine. Procjena za nekretnine u vlasništvu društva Nepremičnine Beta Primo d.o.o. je u tijeku.
- Pozicija ulaganja u nekretnine (zemljište i građevinski objekti) u planiranom razdoblju osim zemljišta i nekretnina uključuje i kapitalne investicije, s obzirom da su iste planirane u iznosu 439 TEUR na godišnjoj razini.
- Nad predmetnim nekretninama nisu upisane hipoteke.
- Lokacije nekretnina su:

Lokacija		k.o., k.č.
Hrvatska	Sesvete, Ljudevita posavskog 29	Resnik, 925/5
Hrvatska	Zagreb, Miroslava Miholića 2	Zaprudski otok, 1595/1
Hrvatska	Zagreb, Oreškovićeve 3/d	Zaprudski otok, 1618/2
Hrvatska	Sveta Helena, Sv. Helena 162	Helena, 517/1
Slovenija	Kamnik, Korenova cesta 5	Šmarca, 456/5, 456/39, 456/40, 456/41, 456/42, 456/43, 456/44, 456/45, 456/50, 456/51, 456/52, 456/53

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Projekcija bilance

Projekcija kratkotrajne imovine

- Društvo nema danih depozita ili pozajmica te iste nisu planirane ni u razdoblju od 2025. do 2029. godine.
- Novac čini 5,88% ukupne imovine i planiran je rast kroz razdoblje.

Projekcija radnog kapitala

- Radni kapital u razdoblju od 2025.-2029. je pozitivan i u rasponu od 0,5 mil EUR do 0,8 mil EUR.
- U navedenom razdoblju očekuje se porast potraživanja od kupaca koja čine 0,7% ukupne imovine i rastu 6% kroz planirano razdoblje, te porast potraživanja od države i ostalih potraživanja na razini 5% godišnje dok su plaćeni troškovi budućih razdoblja neznatni i iznose 0,08% ukupne imovine.
- Obveze prema dobavljačima, čine neznatnih 0,3% ukupnog kapitala i obveza i imaju godišnji pad od 6% u planiranom razdoblju.
- Obveze prema zaposlenima čine 0,01% ukupnog kapitala i obveza i imaju tendenciju rasta u 2025. (u odnosu na 2024. godinu) , s obzirom da je broj članova uprave porastao na dva, te je taj iznos zadržan i u narednim razdobljima.

Projekcija CAPEX-a

- Primo Real Estate d.d. je tijekom protekle dvije godine započeo značajne investicije u sunčane elektrane na logističko distributivnom centru Sv. Helena, koje se planiraju završiti do kraja 2025. godine te je u 2026. godini planirano stavljanje elektrane u upotrebu uz vijek trajanja od 20 godina.
- Temeljem analize potreba i dosadašnjih kapitalnih izdataka, u planiranom razdoblju od 2025. do 2029. godine planirani su kapitalni izdaci u iznosu od 439 TEUR na razini godine.

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Projekcija bilance

Projekcije stavaka dugoročnih obveza

- Kreditnih zaduženja nema i nisu planirana u planiranom razdoblju.
- Dugoročne obveze odnose se na depozite za primljene jamčevine za iznajmljene poslovne prostore.

Projekcije stavaka kapitala

- Društvo planira ostvarenje neto dobiti na razini godine koja se kreće od 3,6 mil EUR u 2025. do 4,4 mil EUR u 2029. godini.
- Društvo ima formirane zakonske rezerve u visini 5% ostvarene dobiti od 2020 godine te je planirano izdvajanje od 5% ostvarene dobiti i u promatranom razdoblju.
- Tijekom prethodnih godina isplaćivane su dividende iz ostvarene dobiti te je tako i za 2024. godinu isplaćena dividenda iz dobiti ostvarene za 2023. godinu i to u visini od 1,70 EURa po dionici. Isplata cjelokupne dobiti dioničarima (nakon izdvajanja za zakonske rezerve) je planirana na godišnjoj razini i u narednim razdobljima.
- U 2024. godini, prije uvećanja temeljni kapital društva Primo Real Estate d.d. Iznosio je 44,4 mil EUR, te se sastojao od 1.707.100 dionica nominalne vrijednosti 26,00 EUR svaka. Odlukom Skupštine društva Primo Real Estate d.d., od 11.10.2024. godine, povećan je temeljni kapital društva sa iznosa od 44,4 mil EUR za iznos od 19,2 mil EUR na iznos od 63,6 mil EUR uplatom u novcu izdavanjem 740.447 redovitih nematerijaliziranih dionica na ime, nominalne vrijednosti 26,00 EUR svaka. Ukupan broj dionica nakon uvećanja iznosi 2.447.547 nominalne vrijednosti 26,00 EUR svaka.
- Prilikom povećanja temeljnog kapitala 2022. i 2024. godine, uplaćene su kapitalne rezerve koje su dodatno uvećane prilikom usklađenja temeljnog kapitala na EUR te su one, s obzirom da nije planirano uvećanje ili smanjenje temeljnog kapitala u planiranom razdoblju planirane na istoj razini odnosno iznose 8,5 mil EUR u razdoblju od 2025. do 2029. godine.

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Nastavno na prethodno prikazane projekcije bilance te računa dobiti i gubitka, u nastavku je dana projekcija slobodnih novčanih tokova društva do 2029. godine:

	2025 plan	2026 plan	2027 plan	2028 plan	2029 plan
u EUR					
Ukupni prihodi	8.438.249	8.717.984	8.865.945	9.399.148	9.545.010
Rast prihoda (y-o-y)	55,6%	3,3%	1,7%	6,0%	1,6%
EBITDA	5.598.271	5.837.915	5.985.876	6.519.079	6.664.941
EBITDA marža%	66,3%	67,0%	67,5%	69,4%	69,8%
NOPLAT	3.711.287	3.855.677	3.972.817	4.405.855	4.521.273
(+) Amortizacija	1.072.311	1.135.870	1.140.978	1.146.085	1.151.193
Bruto novčani tok	4.783.598	4.991.547	5.113.794	5.551.940	5.672.466
(-)/(+) promjena u radnom kapitalu	-672.557	-88.150	-76.404	-75.210	-74.861
(-) Kapitalne investicije	439.300	439.300	439.300	439.300	439.300
Bruto investicije	1.111.857	527.450	515.704	514.510	514.161
Slobodni novčani tok	3.671.741	4.464.097	4.598.090	5.037.430	5.158.305
% poslovnih prihoda	43,5%	51,2%	51,9%	53,6%	54,0%

Slobodni novčani tok (FCF)

FCF je izračunat kako slijedi:

$$FCF = NOPLAT + NCC - CAPEX +/- WCI$$

NOPLAT	= neto operativna dobiti nakon poreza
NCC	= Nenovčani troškovi (amortizacija)
CAPEX	= Kapitalne investicije
WCI	= Investicije u obrtni kapital

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Osnovne postavke

- Kapitalne investicije su planirane u planiranom razdoblju u iznosu od približno 439 TEUR.
- Na temelju poslovnog plana, odnosno planirane amortizacije, investicija u radni kapital i CAPEX-a pripremili smo projekciju slobodnih novčanih tokova koja će nam poslužiti kao osnova za diskontiranje. Izračun diskontne stope (WACC) od 9,39% kojom ćemo diskontirati ove slobodne novčane tokove nalazi se na sljedećoj stranici.
- Naglašavamo da su planovi menadžmenta napravljeni s pretpostavkom da se neće dogoditi neki značajni štetni događaj ili razvoj. Ako bi se takav događaj ili razvoj materijalizirao, trebali bi poslovni plan u cjelini uskladiti s tim novim razvojem. U tom bi slučaju ishod ove procjene mogao biti znatno drugačiji.

Diskontna stopa (WACC)

- Diskontna stopa (WACC) predstavlja očekivanu stopu prinosa koju tržište zahtjeva da bi privuklo sredstva za određeno ulaganje. Diskontna stopa povezana je s percipiranim rizikom ulaganja. Koncept rizika uključuje investiciju koja se nalazi negdje između potpune sigurnosti povrata (bez rizika) i potpune nesigurnosti povrata (beskonačni rizik). Kada investitor odlučuje o odabiru između dvije investicije istog očekivanog novčanog prinosa sklonost odabira će biti veća prema investiciji manjeg rizika.



Metoda diskontiranih novčanih tokova

Troškovi kapitala

Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM) mjeri procijenjeni povrat zahtjevan od investitora. CAPM se može aritmetički izraziti jednadžbom kako je prikazano na sljedećoj stranici, a koja uključuje:

- Ciljani dug – Društvo ne planira zaduženja što je glavni razlog za diskontnu stopu (WACC) veću od prosjeka.
- Trošak duga – HNB – kamatna stopa na dugoročne kredite trgovačkim društvima.
- Stopa poreza na dobit za Društvo je 18%.
- Nerizična stopa (RFR) – stopa rizika bez prinosa uobičajeno se mjeri stopom prinosa na državne obveznice. Interna stopa prinosa instrumenta s fiksnim povratom kojeg bi zaradio investitor ako bi držao obveznicu do dospijeća.
- Premija rizika na kapital i unlevered Beta koeficijent – izvor:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- Beta je mjera sistemskog rizika društva u odnosu na tržište. Beta koeficijent od 1,00 podrazumijeva da je prinos jednako volatilan kao i cjelokupno tržište.
- Na tržištima kapitala, ulagači zahtijevaju veće prinose za kapitalizaciju manjih poduzeća, stoga se trošak vlasničkog kapitala uvećava za premiju veličine. Premija rizika na veličinu društva od 3,74% je uključena u kalkulaciju WACC-a (IbbotsonAssociates, SBBI Valuation Edition Yearbook (Mikrokapitalizacija)).



Metoda diskontiranih novčanih tokova

Ponderirani prosječni trošak kapitala - kalkulacija

Preuzeli smo tržišne informacije za usporediva društva temeljeno na industriji kojoj pripadaju.

WACC kalkulacija	Izvor
A. Ciljani dug/(dug+kapital)	0,0% Nije planirano kreditno zaduženje
B. Trošak duga	4,25% HNB - Prosječna kamatna stopa na stanja kredita odobrenih na razdoblje dulje od godine dana nefinancijskim trgovačkim društvima
C. Stopa poreza na dobit	18% Stopa poreza na dobit
D. Trošak duga poslije poreza	3,49% $B. * (1 - C.)$
E. Nerizična stopa	3,00% Obveznica RHMF-O-303A
F. Premija rizika na kapital	5,93% A.Damodaran: Equity risk premium Croatia;
G. Unlevered Beta	0,45 A.Damodaran: Real Estate (Upravljanje & Usluge)
H. Levered Beta	0,45 $G. * (1 + (1 - C.) * (A. / (1 - A.)))$
I. Premija rizika na veličinu društva	3,74% IbbotsonAssociates, SBBI Valuation Edition Yearbook (mikrokapitalizacija)
J. Trošak kapitala	9,39% $E. + F. * H. + I.$
WACC	9,39%

Diskontna stopa (WACC) iznosi 9,39%.

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Vječna renta (terminalna vrijednost) predstavlja vrijednost novčanih tokova od kraja planiranih razdoblja do beskonačnosti. To je važan dio procjene, jer obično čini veliki postotak ukupne operativne vrijednosti društva.

Formula za izračun vječne rente je sljedeća:

$$TV = (FCFn \times (1 + g)) / (WACC - g)$$

Gdje je:

TV = vječna renta (terminalna vrijednost)

FCFn = slobodni novčani tok zadnje planirane godine (za 2029. godinu FCF iznosi 5.158 TEUR)

g = stopa rasta slobodnog novčanog toka (u našem izračunu ona iznosi 2% što je stopa procijenjenog daljnjeg rasta društva)

WACC = prosječni trošak kapitala (u našem izračunu WACC iznosi 9,39%)

Iz čega proizlazi da je vrijednost vječne rente $TV = (5.158 \text{ TEUR} \times (1 + 0,02)) / (0,0939 - 0,02) = 71.236 \text{ TEUR}$.

Primjenjujući izračunati prosječni ponderirani trošak kapitala WACC-a od 9,39% na prethodno izračunati slobodni novčani tok i vječnu rentu, dobivamo sljedeću sadašnju vrijednost novčanih tokova:

	2025 plan	2026 plan	2027 plan	2028 plan	2029 plan	Vječna renta
u EUR						
Slobodni novčani tok za diskontiranje	3.671.741	4.464.097	4.598.090	5.037.430	5.158.305	71.236.443
Razdoblje diskontiranja	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Diskontni faktor	0,96	0,87	0,80	0,73	0,67	0,67
Sadašnja vrijednost novčanih tokova	3.510.681	3.902.037	3.674.294	3.679.967	3.444.931	47.574.661

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Od operativne vrijednosti Društva do vrijednosti vlasničkog kapitala

- Nadalje, u izračun moramo uzeti u obzir da Društvo posjeduje financijsku imovinu čija vrijednost nije uračunata kroz vrednovanje operativnog poslovanja Društva u iznosu od 4.171 TEUR te je potrebno za taj iznos uvećati vrijednost vlasničkog kapitala Društva.
- Društvo u bilanci na dan procjene nema iskazanu neoperativnu imovinu koja bi uvećala operativnu vrijednost društva niti nema iskazane financijske obveze koje bi smanjile operativnu vrijednost Društva.
- S obzirom na evidentne transakcije kupnje i prodaje društava tijekom ove i proteklih godina, smatramo da postoji tržišna aktivnost i da nije potrebno prilikom procjene vrijednosti koristiti diskont za neutrživost.
- Iz čega proizlazi da je vrijednost Društva te vlasničkog kapitala slijedeća:

Vrijednost vlasničkog kapitala	EUR
Sadašnja vrijednost novčanih tokova	18.211.910
Sadašnja vrijednost vječne rente	47.574.661
Operativna vrijednost Društva (EV)	65.786.571
+ neoperativna imovina	0
+ financijska imovina na 09.04.2025.	4.171.225
Ukupna vrijednost Društva	69.957.796
- financijski dug na 09.04.2025.	0
Vrijednost vlasničkog kapitala	69.957.796

Pregled rezultata procjene Društva po korištenoj metodi	Metoda diskontiranih novčanih tokova u EUR
Očekivana fer tržišna vrijednost 100% udjela	69.957.796
Vrijednosni papir M7PR-R-A	1.707.100
Vrijednosni papir M7PR-R-C	740.447
Ukupan broj dionica Društva	2.447.547
Fer vrijednost 1 dionice	28,58

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Analiza osjetljivosti

Nedostatak DCF metode proizlazi iz činjenice da je ova metoda spekulativne prirode s obzirom na nesigurnost u predviđanju budućih događaja. Utjecaj novog makroekonomskog okruženja i odgovarajućeg rasta prihoda nije u potpunosti poznat u vrijeme pripreme izvješća i poslovnog plana. Kako bi se dijelom nadomjestile ove neizvjesnosti, prikazujemo analizu osjetljivosti uzimajući u obzir različitu diskontnu stopu (WACC) i terminalnu stopu rasta

		Terminalna/ Stabilna stopa rasta				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	5,39%	117.982	130.577	146.891	168.858	200.033
	6,39%	96.912	104.803	114.495	126.680	142.463
	7,39%	82.445	87.792	94.132	101.770	111.149
	8,39%	71.900	75.726	80.151	85.327	91.465
	9,39%	63.874	66.723	69.958	73.662	77.947
	10,39%	57.561	59.749	62.198	64.958	68.092
	11,39%	52.466	54.188	56.094	58.214	60.588
	12,39%	48.269	49.651	51.167	52.837	54.684
	13,39%	44.751	45.880	47.107	48.448	49.918

Sadržaj

▪ Sažetak procjene vrijednosti	4
▪ Opseg posla	7
▪ Osnovno o Društvu	16
▪ Metodologija procjene vrijednosti	23
▪ Metoda diskontiranih novčanih tokova	33
▪ Makroekonomski pregled tržišta	47
▪ Pregled usporedivih društava	50
▪ Popis oznaka i kratica	54

Makoekonomski pregled tržišta

Hrvatsko gospodarstvo posljednjih je godina bilježilo brojne fluktuacije. Nakon razdoblja ekonomske krize, BDP po stanovniku bilježi stabilno razdoblje s rastom u periodu do početka pandemije COVID-19. Iako je još uvijek mnogo nepoznanica glede uvođenja carinskih mjera američke administracije, njihovi negativni učinci na gospodarsku aktivnost mogli bi se osjetiti diljem svijeta. Mogući dodatni globalni cjenovni pritisci ovisit će i o protumjerama kojima će trgovinski partneri SAD-a odgovarati na uvedene carine. Prema sadašnjim projekcijama očekuje se da će rast američkoga gospodarstva postupno konvergirati prema nižim razinama, a i rast kineskoga gospodarstva revidiran je naniže jer će ga dugotrajne trgovinske napetosti sa SAD-om dodatno sputavati.

Očekivani gospodarski rast europodručja u tekućoj godini smanjen je za 0,2 p. b., uz negativne rizike ako SAD uvede carine na uvoz europskih proizvoda. Predviđa se porast cijena sirovina, pri čemu je rast cijena nafte pod utjecajem snažne potražnje iz SAD-a i Kine, dok su cijene plina na europskom tržištu porasle zbog hladne zime.

Ipak, u proteklim tjednima osjetno je jača je zabrinutost zbog utjecaja carina na globalno gospodarstvo pa je cijena nafte ponovno pala, a zahvaljujući napretku u pregovorima o završetku rata u Ukrajini korigirale su se i cijene plina. Cijene poljoprivrednih sirovina, posebice kakaa i kave, snažno rastu pod utjecajem ograničenja na strani ponude uzrokovanih vremenskim neprilikama. Cijene industrijskih sirovina razmjerno su stabilne, iako nove američke carine na aluminij i čelik povećavaju negativne rizike.

Nakon što se prošle godine rast realnog BDP-a Hrvatske ubrzao na 3,8%, u 2025. i 2026. rast bi se mogao u prosjeku usporiti na približno 3,0%. Domaća potražnja mogla bi nastaviti snažno podupirati rast realnog BDP-a, ali uz manji doprinos nego 2024. godine. Pritom bi početak ove godine mogla obilježiti stagnantna kretanja gospodarske aktivnosti, poglavito zbog slabljenja osobne potrošnje, što je, pak, povezano s bojkotom maloprodajnih trgovačkih lanaca tijekom siječnja i veljače.

Takva bi kretanja, međutim, trebala biti privremenoga karaktera te se u nastavku projekcijskoga horizonta očekuje da bi osobna potrošnja mogla ponovno ojačati, ali bi tekući rast ipak mogao biti slabiji nego u 2024. zbog očekivanog usporavanja rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava.

Rast investicija također bi se mogao usporiti, nakon što je tri godine u prosjeku bio dvoznamenkast, ali bi i dalje mogao ostati solidan, ako se uzmu u obzir jačanje doprinosa fondova EU-a i tržišna očekivanja o poboljšanju uvjeta financiranja.

Osim toga, projicirano jačanje vanjske potražnje, iako slabije nego što se prije očekivalo, pridonijet će daljnjem oporavku izvoza robe i usluga. Pritom bi rast izvoza usluga mogao biti razmjerno blag s obzirom na visoku razinu izvoza turističkih usluga i pogoršanje cjenovne konkurentnosti.

U skladu s usporavanjem rasta domaće potražnje i rast ukupnog uvoza mogao bi se usporiti, ali bi doprinos neto inozemne potražnje mogao ostati negativan. Rizici vezani uz rast realnog BDP-a čine se blago negativnima, a to je poglavito povezano s izraženim geopolitičkim napetostima.

S druge strane, povećanje vojnih rashoda na razini EU-a u svrhu ojačavanja sigurnosti moglo bi pozitivno utjecati na gospodarski rast.

Makoekonomski pregled tržišta

Tržište rada u Hrvatskoj i nadalje je robusno, stoga se u 2025. godini očekuje nastavak rasta zaposlenosti, no slabijeg intenziteta, uz pad stope nezaposlenosti ispod 5% i usporavanje rasta plaća. Nakon povećanja broja zaposlenih od 3,3% u 2024., razmjerno snažan rast zaposlenosti nastavio se početkom 2025. Na razini cijele 2025. godine zaposlenost bi mogla porasti za 2,5%, a u 2026. očekuje se postupno usporavanje na 1,8%.

Iako je projekcija inflacije nešto viša nego krajem 2024. godine i nadalje se očekuje postupno usporavanje inflacije. Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena (HIPC) mogla bi se u 2025. usporiti na 3,7% (s 4,0% u 2024.), uz daljnje smanjenje na 2,6% u 2026. godini. Nakon privremenog ubrzanja inflacije krajem 2024. i početkom 2025., zbog jačanja inflatornih pritisaka u komponentama hrane, usluga i energije, u nastavku godine očekuje se gotovo kontinuirano usporavanje.

Tri najveće i najpoznatije agencije za dodjelu kreditnog rejtinga: Fitch Ratings, Moody's i Standard & Poor's dodjeljuju kreditni rejting Republici Hrvatskoj. Agencije kreditni rejting definiraju kao neovisno mišljenje o kreditnom riziku, odnosno procjenu mogućnosti i volje dužnika da u cijelosti i pravodobno podmiri sve dospjele obveze.

Kreditni rejting sve tri agencije za Hrvatsku je iznadprosječna kreditna kvaliteta.

Agencija	Ocjena	Izgledi
Fitch Ratings	A-	stabilan
Moody's	A3	stabilan
Standard & Poor's	A-	pozitivan

Izvor: HNB



Sadržaj

- Sažetak procjene vrijednosti
- Opseg posla
- Osnovno o Društvu
- Metodologija procjene vrijednosti
- Metoda diskontiranih novčanih tokova
- Makroekonomski pregled tržišta
- Pregled usporedivih društava
- Popis oznaka i kratica

4

7

16

23

33

47

50

54

Pregled usporedivih društava

Napravljen je pregled 20 društava, po kriteriju ostvarenog prihoda od 2 mil EUR do 8 mil EUR, te je za njih analizirana i EBITDA i EBITDA marža.

R.Br.	Naziv	Prihodi od prodaje 2023 EUR
1	Centrice Zagreb d.o.o.	8.425.873,00
2	TRIUS NEKRETNINE d.o.o.	7.825.707,00
3	Sensa Nekretnine d.o.o.	7.376.824,00
4	WPC Agro I 17-13 B.V. - Podružnica Zagreb za poslovanje nekretninama	6.663.173,00
5	OFFICIUM PARTNER d.o.o.	6.657.330,00
6	MSAN NEKRETNINE d.o.o.	6.157.404,00
7	R 21 PROJEKT d.o.o.	5.975.612,00
8	Primo Real Estate	5.656.978,00
9	Zagrebtower d.o.o.	5.473.595,00
10	CITY ISLAND d.o.o.	5.262.056,00
11	EURO TORANJ d.o.o.	5.105.214,00
12	S IMMORENT OMIKRON d.o.o.	4.790.721,00
13	IMPORTANNE CENTAR, d.o.o.	4.713.047,00
14	SUPERNOVA BRANIMIR d.o.o.	4.573.782,00
15	WPC Agro 5 d.o.o.	4.191.694,00
16	LCN EMZ Adria d.o.o.	4.073.484,00
17	REAL ESTATE EAST d.o.o.	3.998.536,00
18	ZAKUP AGRO 4 d.o.o.	3.540.070,00
19	BUNDEK OFFICE d.o.o.	3.384.258,00
20	LOZNICA d.o.o.	2.676.166,00

	EUR
Najviša vrijednost prihoda od prodaje	8.425.873
Primo Real Estate	5.656.978
Prosjek	5.326.076
Medijan	5.183.635
Najniža vrijednost	2.676.166

Pregled usporedivih društava

Napravljen je pregled 20 društava, po kriteriju ostvarenog prihoda od 2 mil EUR do 8 mil EUR, te je za njih analizirana i EBITDA i EBITDA marža.

R.Br.	Naziv	EBITDA 2023 EUR
1	WPC Agro I 17-13 B.V. - Podružnica Zagreb za poslovanje nekretninama	6.527.163
2	Centrice Zagreb d.o.o.	5.416.725
3	S IMMORENT OMIKRON d.o.o.	4.763.266
4	TRIUS NEKRETNINE d.o.o.	4.695.902
5	WPC Agro 5 d.o.o.	4.566.109
6	R 21 PROJEKT d.o.o.	4.390.746
7	LCN EMZ Adria d.o.o.	3.872.337
8	CITY ISLAND d.o.o.	3.706.186
9	EURO TORANJ d.o.o.	3.680.693
10	M SAN NEKRETNINE d.o.o.	3.526.377
11	OFFICIUM PARTNER d.o.o.	3.427.580
12	Primo Real Estate	3.358.374
13	ZAKUP AGRO 4 d.o.o.	3.348.738
14	Sensa Nekretnine d.o.o.	3.141.095
15	Zagrebtower d.o.o.	3.040.622
16	IMPORTANNE CENTAR, d.o.o.	2.975.123
17	LOZNICA d.o.o.	2.908.867
18	SUPERNOVA BRANIMIR d.o.o.	2.819.751
19	BUNDEK OFFICE d.o.o.	2.287.601
20	REAL ESTATE EAST d.o.o.	2.214.464

	EUR
Najviša vrijednost ostvarene EBITDA	6.527.163
Prosjek	3.733.386
Medijan	3.476.979
Primo Real Estate	3.358.374
Najniža vrijednost	2.214.464

Pregled usporedivih društava

Napravljen je pregled 20 društava, po kriteriju ostvarenog prihoda od 2 mil EUR do 8 mil EUR, te je za njih analizirana i EBITDA i EBITDA marža.

R.Br.	Naziv	EBITDA marža
		2023 %
1	S IMMORENT OMIKRON d.o.o.	98,44
2	WPC Agro I 17-13 B.V. - Podružnica Zagreb za poslovanje nekretninama	97,93
3	WPC Agro 5 d.o.o.	96,51
4	LCN EMZ Adria d.o.o.	95,06
5	ZAKUP AGRO 4 d.o.o.	94,60
6	LOZNICA d.o.o.	80,37
7	Centrice Zagreb d.o.o.	73,80
8	R 21 PROJEKT d.o.o.	73,48
9	EURO TORANJ d.o.o.	71,37
10	CITY ISLAND d.o.o.	70,43
11	TRIOUS NEKRETNINE d.o.o.	62,56
12	Zagrebtower d.o.o.	60,81
13	BUNDEK OFFICE d.o.o.	59,63
14	Primo Real Estate	59,40
15	SUPERNOVA BRANIMIR d.o.o.	58,52
16	M SAN NEKRETNINE d.o.o.	55,11
17	IMPORTANNE CENTAR, d.o.o.	54,65
18	OFFICIUM PARTNER d.o.o.	49,79
19	REAL ESTATE EAST d.o.o.	48,20
20	Sensa Nekretnine d.o.o.	42,08

	%
Najviša vrijednost EBITDA	98,44
Prosjek	70,14
Medijan	66,50
Primo Real Estate	59,40
Najniža vrijednost	42,08

Sadržaj

▪ Sažetak procjene vrijednosti	4
▪ Opseg posla	7
▪ Osnovno o Društvu	16
▪ Metodologija procjene vrijednosti	23
▪ Metoda diskontiranih novčanih tokova	33
▪ Makroekonomski pregled tržišta	47
▪ Pregled usporedivih društava	50
▪ Popis oznaka i kratica	54

Popis oznaka i kratica

Oznaka / kratica	Opis
CAPEX	Kapitalne investicije
OPEX	Operativni troškovi
CAPM	Model vrednovanja kapitalne imovine
Cash flow (CF)	Novčani tok
Društvo	Primo Real Estate d.d.
DCF	Diskontirani novčani tok
DLOM	Diskont za neutrživost
EBT	Dobit prije poreza
EBIT	Dobit prije kamata i poreza
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije
EV	Operativna vrijednost poduzeća
EU	Europska unija
FCF	Slobodni novčani tok
GFI	Godišnji financijski izvještaji
HNB	Hrvatska Narodna Banka
NOPLAT	Neto operativna dobiti nakon poreza
NCC	Nenovčani troškovi (npr. amortizacija)
RFR	Nerizična stopa
TV	Vječna renta (terminalna vrijednost)
TPPR	TP PRIME REVIZIJA d.o.o.
WACC	Ponderirani prosječni trošak kapitala
WCI	Investicije u obrtni kapital

REFERENCE TP PRIME GRUPE



TP Prime Revizija d.o.o.

Porezno savjetništvo TUK d.o.o.

TP Prime d.o.o.



Adresa: Radnička cesta 80, Zagrebtower,
Zagreb, Hrvatska

T: +385(0) 1 7980 310

E-mail: office@toprime.hr

Edo Tuk, Izvršni direktor

E-mail: edo.tuk@toprime.hr

Davorka Briški, Direktor, ovlašteni revizor

E-mail: davorka.briski@toprime.hr